Der Effektenterminhandel,

mit besonderer Berücksichtigung der Börsenreform.

Inaugural-Dissertation

der

hohen philosophischen Fakultät der Universität Greifswald

zur Erlangung der Doktorwürde

vorgelegt

und nebst den beigefügten Thesen

Dienstag, den 4. August 1896

vormittags 11 Uhr

öffentlich verteidigt

von

Heinrich Hoschke

aus Gera.

Opponenten.

Herr Privatdozent Dr. Schmöle.

Herr cand. jur. Kopicki.

Greifswald.

Druck von F. W. Kunike.

1896.

Inhaltsverzeichnis.

I. Teil: Die **Technik** des Effektenterminhandels.

II. Teil: Die **volkswirtschaftliche** Bedeutung des Effektenterminhandels.

III. Teil: Die **Reform** des Effektenterminhandels (unter dem Gesichtspunkt der modernen **Sozialpolitik**).

I. Teil: Technik.

Einleitung.

(Begriff.)

Effektenterminhandel ist derjenige Terminhandel, welcher Effekten zum Gegenstand hat; zugleich ist er eine besondere Art des Effektenhandels. Der Terminhandel ist ausschließlich Börsenhandel (Zeitgeschäft in der Form des Börsenhandels), der Effektenhandel nicht ausschließlich, aber doch zum weitaus größeren Teile, und in seinen wesentlichen Erscheinungen zum Börsenhandel gehörig. Ohne noch weiter vom Handel selbst zu sprechen, will ich den Börsenhandel zum Ausgang nehmen, um aus diesem mit wenigen Sätzen den Effektenterminhandel seinem Begriffe nach herauszuschälen[1]).

Nicht das wesentlichste, aber für die äußerliche Unterscheidung charakteristischste Merkmal des Börsenhandels ist seine Konzentrierung auf eine Räumlichkeit, ein Gebäude, „Börse" genannt. An diesem Ort konzentrieren sich Käufer und Verkäufer oder Nachfrage und Angebot. Betrachten wir zunächst die Quantität der Gegenstände, welche hier gehandelt werden, so erweist sich dieselbe als eine relativ bedeutende; das Handelsobjekt wird auch

1) Begrifflich würde sich zwischen Effektenbörsenhandel und Effektenterminhandel noch der Effektenzeithandel einschieben; da aber außerhalb des Börsenhandels kein Zeithandel in Effekten stattfindet, so kommt dieser Begriff für sich neben dem Terminhandel nicht in betracht.

nicht selbst mitgebracht, sondern es wird der Handelsabschluß nur verabredet; dementsprechend findet auch die Zahlung daselbst nicht statt. Da nun der Käufer die Ware nicht sieht, aber doch wissen muß, was er kauft, so darf das Objekt nur wenige Qualitäten umfassen, so daß sich der Käufer, wenn über eine Qualität eines Objektes abgeschlossen wird, nicht darüber täuschen kann, was der Verkäufer damit meint. Es können also nur sogenannte „vertretbare" oder „generelle" Sachen Gegenstand des Börsenhandels sein; also nicht ein konkret bestimmtes Quantum wird gehandelt, sondern es wird verabredet, daß von der betreffenden Art dieses Quantum verkauft werden soll[1]).

Natürlich dürfen die Qualitäten eines Objektes nur so wenige sein, daß sie äußerlich leicht zu unterscheiden sind und sich außerdem der gedächtnismäßigen Unterscheidungsfähigkeit der Handelnden anpassen. (z. B. Weizen von bestimmter Güte, oder deshalb vielleicht auch noch aus einer bestimmten Gegend; Schuldscheine eines bestimmten Staates mit einer bestimmten Verzinsung; oder von der und der Aktiengesellschaft Aktien mit gleicher Berechtigung, aber ohne Rücksicht auf die Nummerierung.)

Von wesentlicher Bedeutung für den Börsenhandel ist das Lieferungsgeschäft: der Verkäufer braucht oder darf die Ware erst später liefern. Da er sie aber beim Vertragsabschluß nicht vorzeigt und auch nicht sofort zu übergeben hat, so ist es möglich, daß er etwas verkauft, was er noch garnicht hat. Diese spezielle Art des Lieferungsgeschäftes heißt Blankoverkauf. Zum Unterschied vom börsenmäßigen Lieferungsgeschäft oder Zeitgeschäft nennt man dasjenige, bei welchem (dem Wortsinn gemäß)

---

1) Letzteres geschieht natürlich auch im außerbörsenmäßigen Handel häufig, beim Kauf nach Probe und bei der einfachen Bestellung.

sogleich geliefert und bezahlt wird, Taggeschäft oder Kassageschäft (es wird „per Kassa" gehandelt)[1].

Zur Erleichterung und Vereinfachung des Börsenhandels hat man für die Zeitgeschäfte feste Lieferungs- oder Abnahmetermine eingeführt; damit haben wir das „feste Zeitgeschäft" oder „Termingeschäft"[2].) Dieser Termin ist in der Regel der letzte Tag des Monats, daher der Name „Ultimogeschäft", daneben an einigen Börsen auch der 15., „Medio". Neben der Qualität und der Zeit hat man auch für die Quantität der einzelnen Vertragsobjekte Bestimmungen getroffen, indem man für diese

1) Die Terminologie scheint nicht ganz festzustehen. Z. B. setzt Grünhut in Endemann's Handbuch des deutschen Handelsrechts Bd. III Leipzig 1885, S. 5 „Lieferungsgeschäft" und „festes Zeitgeschäft" gleich, während sonst ersteres mit Zeitgeschäft synonym gebraucht wird.

Da beim Kassageschäft jenes „sogleich" bedeutet: in einigen Stunden oder: am nächsten Tag u. s. w., so kann natürlich auch dieses ein Blankogeschäft seitens des Verkäufers sein; daß man nur beim Zeitgeschäft von Blankoverkauf spricht, erscheint mir für die juristische Terminologie passend; die Nationalökonomie aber, welche das Wort aus jener entlehnt hat, hat sich m. E. durch diese für sie keineswegs geeignete begriffliche Unterscheidung verleiten lassen, einen wichtigen Unterschied zu übersehen. Ich meine folgendes: wenn jemand an der Börse um 12 h gegen Kassa verkauft, aber das zu liefernde erst um 2 h einkauft, oder bei Lieferungsfälligkeit am übernächsten Tag erst am folgenden kauft; und wenn andererseits jemand auf Termin verkauft, was er besitzt, so trägt ersteres volkswirtschaftlich die Wirkungen des Termingeschäftes vielleicht mehr in sich als letzteres (z. B. in der Einwirkung auf den Kurs), wiewohl das noch ganz auf den besonderen Fall ankommt. Da es mir vorläufig nicht möglich ist, die Quantität dieser Wirkungen zu ermessen, so will ich an dieser Stelle nur daraufhinweisen; man hält sich hier, wie so häufig, zu fest an die bestehenden Begriffe; und da plant man wohl gar eine Reform des Blankogeschäfts, ohne je den Umfang dieses Begriffs geprüft zu haben!

2) Daneben kommt das Zeitgeschäft ohne festen Termin, dann aber natürlich mit bestimmter Frist, auch an der Börse vor; es tritt aber hinter dem Termingeschäft ganz zurück; mangels besonderer Abrede gilt daher jedes „Zeitgeschäft" als Termingeschäft.

Geschäfte Minimalquantitäten festsetzte, die sogen. „Einheiten", z. B. 500 Stück oder ein vielfaches dessen von einer Aktie oder 15000 M. vom Nominalwert eines Staatspapieres[1])

Was die Preisbildung betrifft, so ist diese eine freie wie beim modernen Handel in der Regel, d. h. der freien Vereinbarung überlassen; der Börsenpreis einer Börsenware heißt „Kurs"; derselbe pflegt schriftlich fixiert zu werden.

Nach den Objekten, welche an der Börse gehandelt werden, unterscheidet man Produktenhandel oder Warenhandel im engeren Sinne[2]) und Effektenhandel, und dementsprechend Produktenterminhandel oder Warenterminhandel und Effektenterminhandel. (Die Waren oder Produkte sind Rohprodukte, besonders Getreidearten, mehrere „Handelsgewächse", wie Kaffee, Pfeffer, Baumwolle u. s. w., viele Mineralien, einige Halbfabrikate, wie Garn.) Der Effektenhandel hat es mit „Effekten" zu thun.

Der begriffliche Umfang des Wortes „Effekten" ist kein feststehender; er bedarf deshalb einer kurzen Erörterung. Im allgemeinen ist zunächst zu betonen, daß der Effektenhandel mit dem börsenmäßigen Geldhandel eng zusammenhängt.

In der Börsenlitteratur finden sich folgende Angaben:

R. Ehrenberg, Die Fondsspekulation und die Gesetzgebung. Berlin 1883. S. 1: „Als „Fonds" oder „Effekten" bezeichnet „der Sprachgebrauch alle, einem Handelsverkehre und Cours-„schwankungen unterworfenen, Aktien und Schuldurkunden."

R. Siegfried in „Saling's Börsen-Papiere" 1. (allgem.) Teil, hrsggb. v. R. Siegfried, 6. Aufl. Berlin 1892. S. 2: „Die an der Börse gehandelten Wertpapiere zerfallen in die „beiden Hauptabteilungen der Obligationen und der Aktien. Die

1) Jedoch in der Regel nur beim Effektenterminhandel, nicht beim Effektenkassahandel.

2) Bisher habe ich Ware im weiteren Sinne, also auch für Effekten, gebraucht.

„Obligationen (auch Fonds im weiteren Sinne genannt) sind „Schuldverschreibungen mit festen Zinsen . . . ."

Holtzendorff's Rechtslexikon. 3. Aufl. Art. „Effekten" von Hinschius: „in der Sprache des Handels versteht man darunter „die marktgängigen Wertpapiere, die Wechsel ausgenommen." Daselbst Art. „Wertpapiere" von Brunner: es sei „die Anwendung des Wortes eine außerordentlich schwankende, oft eine „willkürliche. Der kaufmännische Sprachgebrauch stellt den Wertpapieren die Wechsel und Hypothekenurkunden gegenüber."

Cosack, Handelsrecht. 2. Aufl. S. 337 spricht von der Berliner Fondsbörse, „die sich mit Wertpapieren, Geld und Edelmetallen abgiebt."

Emil Struck, Die Effektenbörse, Leipzig 1881, in „Staats- und soz.-wissenschaftl. Forschungen" hrsggb. v. Gustav Schmoller. Bd. III. Heft 3. Daselbst S. 111: „Effektenbörsen als besondere „nur dem Umsatze in öffentlichen Schuldverschreibungen, Aktien „und Obligationen von Gesellschaften dienende Institute existieren „in Deutschland nicht. . . . . . Der Handel in diesen Objekten „ . . . . . . hat sich eng angeschlossen dem Verkehr in Wechseln, „Geldsorten und Produkten der verschiedensten Art. . . . . . Wo „in gewissen Punkten eine Sonderung eingetreten ist, hat man „doch halt gemacht bei dem Gegensatze zwischen Produkten und „Wertpapieren resp. Umlaufsmitteln. Was als Effektenbörse be„zeichnet zu werden pflegt, umschließt den Verkehr in Wechseln „und Geldsorten gerade so gut wie den in Obligationen und „Aktien."

(Derselbe) Struck im Handwörterbuch der Staatswissenschaften. Art. „Börse": „auf den Effektenbörsen bilden den Gegen„stand des Verkehrs vor allem die Staatspapiere, die sonstigen „Obligationen und Aktien, daneben noch Wechsel, Banknoten, „Papiergeld und Münzsorten."

Siegfried-Saling bespricht in dem oben zitierten Buche unter den „einzelnen Effektengattungen" die folgenden: Staatspapiere, landschaftl. Pfandbriefe, Pfandbriefe der Hypothekenaktienbanken, Rentenbriefe, Lotterieanleihen, Eisenbahnpapiere, Bankaktien, Industriepapiere und Wechsel.

Aus den vorstehenden Erklärungen dürfte es klar geworden sein, daß sich der Effektenhandel befaßt: mit denjenigen Kreditpapieren, welche den Besitzer zu Geldforderungen (bestimmten oder unbestimmten) berechtigen. Als Objekte des Effektenhandels

möchte ich daher bezeichnen: alle Geldkreditpapiere.[1]) Alle diese Objekte können ihrer Natur nach ebenso wie im Kassageschäft auch im Termingeschäft gehandelt werden, abgesehen von den Wechseln, weil diese sozusagen ihre eigenen, ganz verschiedenen Termine haben und ihr Wert mit diesen Terminen erlischt. Welche Arten von Effekten an den einzelnen Börsen zum Terminhandel gehören, ist verschieden und häufig nur Gewohnheitssache. Doch erfordert der Blankoverkauf ein größeres Quantum, welches von dem betreffenden Effekt vorhanden sein muß.[2])

---

1) Auch die Aktien, nicht nur als Grundlagen für die Dividendenforderungen, sondern auch als Anteile am Grundkapital der Aktiengesellschaft scheinen mir zu den Geldkreditpapieren zu gehören, so daß ihnen dieser Charakter seitens einiger juristischen Theoretiker m. E. mit Unrecht abgesprochen worden ist. Scheinbar repräsentieren sie zwar eine andere Art von Kredit, nämlich Kredit auf Anteile an den „realen" Objekten der A.-G., den Gebäuden, dem Boden u. s. w.; aber der Umstand, daß die Aktionäre diese Anteile niemals anders als in Geld zurückerhalten, bei Kapitalverminderung und Liquidation, läßt sie nur noch als Geldkreditpapiere erscheinen. — Zum „Geld" — der Geldhandel ist, wie oben gesagt, mit dem Effektenhandel eng verbunden — gehören hier auch ungeprägte Edelmetalle, also Gold und Silber, die also von anderen Mineralien abweichend nicht zum Warenbörsenhandel zu rechnen sind, auch thatsächlich sich dort nicht finden.

2) G. Cohn (die Börse und die Spekulation, Berlin 1868, in „Sammlg. gemeinverständl. Vorträge", herausgeg. v. Virchow u. Holtzendorff, III. Serie, Heft 49—72) charakterisiert das Termingeschäft dahin, „daß alle Bedingungen „stereotyp werden bis auf die eine, den Preis", es habe „ein feststehendes „allgemeingültiges Schema", bei welchem „im Vorwege alles geregelt bis auf" den Preis.

E. T. H. findet nach einer Zusammenstellung über „die hauptsächlichsten Börsen . . . ." für die Börs.-Enqu.-Komm. an folgenden Börsen statt: — (Deutschland:) bes. Berlin u. Frankfurt a. M., dann Hamburg, dann München, nur wenig in Dresden und Bremen; (Leipzig?); (in Augsburg „seit langer Zeit nicht mehr"). — (Belgien:) Brüssel; Antwerpen, „nicht amtlich notiert"; — (England:) London; (Liverpool?; Manchester? Dublin? Glasgow?) — (Frankreich:) Paris; außerdem „in größerem Umfange nur in" Bordeaux, Lyon, Marseille. — (Holland:) nur wenige Eff. in Amsterdam und Rotterdam. — (Österreich-Ungarn:) bes. in Wien; in Prag nur „ab und

Darstellung der Technik.

Vorbemerkung. Die Darstellung der Technik einer besonderen Form eines Handelsteils hat sich mit dem einzelnen Handelsgeschäft zu befassen. Ein jedes Handelsgeschäft dürfte m. E. in folgende vier Elemente zerlegt werden können:

1. Objekt. (Ware oder Geld, als ihr Vertreter oder Kreditpapiere, die letzteres wieder vertreten.)
2. Ortsveränderung des Objektes durch die „körperliche“ (und auch „geistige“) Bethätigung des Subjekts oder von Hilfspersonen u. s. w.
3. Überlegung, Berechnung (also intellektuelle Thätigkeit des Subjekts.)
4. Absicht (Zweck) des Subjekts.

Dabei ist vorausgesetzt, daß das, was man „Handelsgeschäft“ nennt, aus zwei mit einander korrespondirenden Handelsoperationen besteht, und ich gebrauche jene Bezeichnung hier für die einseitige Handelsoperation. Ohne diese Voraussetzung würde jene Zerlegung unvollständig sein, es würde die Zahlung (Gegenleistung) fehlen, welche m. E. eben eine besondere Handelsvornahme eines zweiten Subjektes bildet.

Zeitlich ist die Reihenfolge dieser Elemente eine umgekehrte; in der Regel: (1); 4; 3; 2. aber auch 4: 3; (1); 2. — Die Produktion von (1) liegt außerhalb des Handels. Zuweilen auch (durch Zufall): (1); 3; 4; 2 oder: 3; 4; (1); 2. Die ersten drei Elemente sind nicht nur je nach dem Objekt verschieden, sondern können auch in ihrem Verhältnis zu einander von sehr verschiedener Bedeutung sein. — Was das 1., das Objekt, betrifft, so dürfte das in der Einleitung ausgeführte für eine allgemeine Darstellung der Technik genügen. Dazu tritt die Bedeutung des Objektes gegenüber den anderen Elementen beim Effektentermingeschäft mehr als bei jeder anderen Handelsform zurück, weil der T. H. (besonders bei der bloßen Kompensierung im Differenzgeschäft) das äußerste bis jetzt vorkommende Extrem des Handels nach derjenigen Richtung hin bezeichnet, deren entgegengesetztes Extrem die Entstehung des Handels aus dem zeitweiligen Güteraustausch (in der „Hauswirtschaft“) bildet. (Beim E. T. H. ist die Entfernung von diesem Anfang noch größer als beim W. T. H., weil Geld und Effekten keine Konsumartikel sind,

---

zu in allen . . . zugelassenen Effekten“; Triest (nur wenig); Budapest (Fiume?) — (Ver. St. v. N.-Am.:) Chicago; nicht aber in New-York.

sondern nur deren Tauschwert vertreten. Ferner sind die Objekte des E. T. H. sehr umfangreich, aber unter sich wenig verschieden, also qualitativ sehr ähnlich. Und wenn ihre Unterschiede auch für die Volkswirtschaft von großer Bedeutung sein mögen, für die Technik des Terminhandels — und nur damit befasse ich mich hier — kommen diese Verschiedenheiten sehr wenig in betracht. (Ein E. T. Händler kann viel eher irgend ein Effekt für ein anderes anbieten als z. B. ein Schuhwarenhändler ein Paar größere Schuhe für kleinere), daher auch der schnelle Wechsel in den Objekten. — Das Hauptgewicht legt man bei der Darstellung der Technik in der Regel wohl auf das 2. und 3. Element. Das 2. aber tritt hier noch mehr zurück als das erste, welches wenigstens immer konkret vorhanden sein muß. Die Effekten können, gleichgiltig wo, in irgend einem Geldschrank liegen bleiben, während vielleicht hundert Abschlüsse über dieselben unterdessen stattfinden. Die ganze Bedeutung der Technik liegt daher im 3. Element, in der intellektuellen Thätigkeit des Handelnden; dies hat mich bewogen, die Erwägungen der Abschließenden, die psychologischen Vorgänge, besonders zu berücksichtigen; mit Rücksicht darauf sind auch die Beispiele gewählt und manchmal vielleicht umständlicher ausgeführt, als es die bloße Erklärung der Rechenoperationen u. s. w. erfordern würde. — Das 4. Element endlich, die Absicht, der Zweck, ist ein für den Handel stabiles Element; (die Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis zu gewinnen oder: teurer wegzugeben als zu erwerben). Aber nachdem der Geist des modernen Sozialismus die Gemüter auch der dabei nicht direkt Interessierten erfaßt und in der abgeklärten, den Interessen derselben besser angepaßten, Form der Sozialpolitik seine Bethätigung gefunden hat — ich spreche hier nicht von derjenigen Sozialpolitik, welche klar bewußte „Interessenpolitik" oder „soziale Realpolitik" ist, wie man es bezeichnen könnte, sondern von der Sozialpolitik als Bethätigung des Mitgefühls —, da hat man häufig doch nicht mit der entsprechenden Kraft diesen Geist auch verstandesmäßig durchgearbeitet, man hat das, was ich als das 4. Element des Handels bezeichnen zu können glaubte, wie etwas unbequemes in den Hintergrund zu drängen versucht, wenn sein Vorhandensein auch «leider» nicht zu bestreiten war; man hat die Frage nach dem Zweck des Subjekts häufig mit der Wirkung für die Gesamtheit beantwortet und spricht nun gern von einem „Zweck für die Volkswirtschaft". (Eigentümliche Erscheinungen in dieser Hinsicht zeitigten neuerdings die Kontroversen über die Börse, u. a. auch

die Sachverständigen-Berichte der Börsen-Enquete-Kommission (im folgenden mit B. E. K. bezeichnet), bei welcher der aggressive Teil die Interessen derjenigen, welche sie geschützt und gefördert wissen wollten, nicht in den Vordergrund schob, sondern mit dem heute sehr kleidsamen Gewand einer sozialistisch angehauchten Moral umhüllte, während nun die Verteidiger derjenigen Gesellschaftsteile, welche als „Börseninteressenten" bezeichnet werden könnten, deren Interessen in ein gleiches Gewand zu zwängen suchten, was sich oft äußerst komisch ausnahm, weil die letzteren infolge dieser — allerdings wohl unvermeidlichen Verteidigungsmethode — eine äußerst schwierige Position hatten.) Für dieses 4. Element also habe ich mich bemüht, nur typische Beispiele zu wählen. Ich bin daher nicht von der heimlichen Fiktion ausgegangen, als treibe jemand Terminhandel, um der Menschheit eine Wohlthat zu erweisen. (Die deutsche „Reichsbank", der man doch in der That soziale Absichten zuschreiben kann, thut es gerade nicht! — vrgl. Siegfr. — Saling a. a. O. S. 115 Anm. „. . . sondern handelt er per Kassa, wie es z. B. die Reichsbank selbstverständlich thut . . .") Außerdem habe ich es auch vermieden, jene quantitativ weit selteneren Fälle, wo jemand durch die Eigentümlichkeiten seines Geschäftsbetriebes u. s. w. hier und da genötigt wird, Termingeschäfte zu treiben (siehe das berühmte Beispiel vom schwankenden Rubelkurs), als Beispiele zu wählen, sondern ich habe für die Technik dasjenige Motiv als typisches gewählt, welches für die weitaus größte Zahl der Fälle (und noch mehr wohl quantitativ) das wirkliche Motiv ist.

1. Abschnitt.

Der (einfache) Terminabschluß.

Ein Händler B., der am Effektenhandel gewinnen will, wählt am 10. Mai an der Börse eine bestimmte Aktie als Kaufobjekt; sie lautet auf den Nominalwert von 1000 M. Der Kurs steht auf 105 d. h. 105 % vom Nennwert; er steht um 5 % „über pari". Der Wert der Aktie zu diesem Kurs beträgt also $1000 \cdot \frac{105}{100} = 1050$ M. B. kauft sie, weil er meint, sie werde im Kurse steigen; dann will er sie wieder verkaufen, und er ge-

winnt dabei die Differenz zwischen der Kaufsumme und der Verkaufsumme. Er könnte sie auch „per Kassa" kaufen, sogar ein wenig billiger, aber er hat sein Geld festliegen, in anderen Geschäften, und es frei zu machen würde ihm mehr kosten als die Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs, auch kann er es im Kassageschäft zu gleicher Zeit nur einmal anlegen; es zu leihen würde ihm auch teurer zu stehen kommen als jene Differenz. Er kauft die Aktie also im Terminhandel, d. h. sie soll ihm zwar jetzt gehören, aber sein Verkäufer soll sie ihm erst „Ultimo", also am 31. V. liefern, worauf er sie sofort bezahlt; indes, das kommt für ihn nur als Möglichkeit in betracht, er gedenkt sie ja schon vorher wieder zu verkaufen, also „blanko", dann mag sein Verkäufer mit seinem zukünftigen Käufer die Sache erledigen. Da der Minimalbetrag (s. Einleitung) für Ultimogeschäfte in dieser Aktie an seiner Börse auf 20 Stück festgesetzt ist, so beschließt er 20 Stück zu kaufen; (mehr will er diesmal nicht riskieren, deshalb hält er sich diesmal auch an eine Aktie mit geringer Minimalstückzahl. Um nicht überflüssige Spesen zahlen zu müssen, wendet er sich, seiner sonstigen Gewohnheit entgegen, nicht an einen Vermittler (Makler), sondern direkt an einen anderen Börsenhändler, der, wie er weiß, Vorrat in diesem Papier zu halten pflegt; der hat auch Vorrat, aber er will ihm zum heutigen Kurs nichts davon verkaufen, weil er B.'s Ansicht über die Kursrichtung teilt; da wartet er lieber noch mit dem Verkauf, oder B. soll ihm einen höheren Kurs anrechnen; das thut B. aber nicht, denn er denkt heute gewiß zum Kurs von 105 kaufen zu können. B. spekuliert auf Kurssteigerung, à la hausse, als Haussier, jener andere gleichfalls, darum kam das Geschäft zwischen ihnen nicht zustande. B. sucht sich nun einen anderen, der auf fallende Kursrichtung spekuliert, à la

baisse, als Baissier. Das ist heute, am 10. V., nicht so leicht; diejenigen welche blanko verkauft haben, haben noch lange Zeit bis Ultimo, um einzukaufen, „sich zu decken". Dazu ist die Börsenlage ruhig, kein drohendes, oder in seinen Wirkungen ungewisses Ereignis ist zu erwarten; warum sollen die anderen nicht dieselbe Meinung über den Kurs haben wie er? Gleichwohl versucht es B. noch einmal, und wendet sich an einen anderen, J., der, wie er ihn kennt, überhaupt wenig eigene Meinung über die Kurse hat. J., der sich grundsätzlich effektiven Vorrat vom Leibe hält, würde ihm blanko verkaufen müssen, aber er lehnt dies ab; klar ist er sich, wie gesagt, namentlich über dieses Papier nicht, aber er denkt: B. kenne ich als klugen, vorsichtigen Mann; wenn der heute kauft und deshalb offenbar auf Hausse rechnet, würde ich mich ja später teurer decken müssen, wenn ich heute verkaufte, ich würde also daran verlieren. Im Gegenteil, er kauft nun, indem er sich auf B.'s Urteil verläßt. J. hat überhaupt den Grundsatz, sich weniger um die Lage des Weltmarktes als um die Meinung solcher Börsenmänner zu kümmern, deren Art zu urteilen er für eine richtige hält, oder er sucht die Pläne sehr kapitalkräftiger Spekulanten zu erforschen, die durch die Größe der Quantitäten in denen sie handeln oder durch große effektive Abnahme die Kurse oft ebenso beeinflussen, wie vielleicht hundert andere mit geringen Quantitäten; bisweilen verliert er dabei, aber da es doch leichter ist, für sein Beobachtungsfeld eine gewisse Sicherheit zu erlangen, als über die Lage des Weltmarktes, so fährt er im ganzen gut bei seiner Methode, da er doch gewiß den klugen Grundsatz verfolgt, die Quantitäten, in denen er abschließt, nach der Sicherheit, mit der er vorgehen kann, einzurichten. Man nennt ihn einen „Mitläufer", „Jobber"[1];

---

1) In diesem Sinne in einer von der „Hamburgischen Börsenhalle"

er weiß, daß man ihn häufig als einen Schmarotzer des Handels, als ein überflüssiges Glied der Menschheit bezeichnet, aber was kümmert ihn das; «geredet haben diese Leute ja immer», wird er sich sagen[1]). Uebrigens war es B. nicht so sehr darum zu thun, mit J. den geplanten Abschluß zu stande zu bringen, sondern er wollte sich seiner „Meinung" versichern, denn wenn J. wirklich wider Erwarten auf seine Nachfrage einging, so mußte B. daraus schließen, daß irgendwo eine wohlbegründete Baisse in Aussicht stand, denn so wenig J. in diesem Papier auch Bescheid wissen mochte, grundlos verkaufte der vorsichtige J. gewiß nicht. — Um nunmehr ohne längeren Zeitverlust zu dem gewünschten Ziele zu gelangen, wendet sich B. an einen der anwesenden Vermittler oder „Makler"[2]).

Der erste hat zufällig keine Offerten, doch erbietet er sich, sofort einen Verkäufer zu suchen. B. verlangt, er solle dann, um Zögern zu vermeiden, sofort „selbst übernehmen", doch das thut jener nur in einigen anderen Papieren, wo er stets sicher ist „auf dem Engagement nicht sitzen zu bleiben." Sogleich wendet sich B. an einen anderen Makler, der seines Wissens in

---

hrsg. Abhandlung: der Terminhandel, 1892. — doch ist sonst dieser Begriff nicht fest.

1) Die soeben zitierte Abhandlung, welche ‚die Erhaltung des T. H. entschieden verteidigt, schlägt die Beseitigung dieser Art von „Jobber" aus dem Börsenhandel vor. Dagegen vertritt ein anderer mir nicht mehr erinnerlicher Schriftsteller die Ansicht, jener Vorschlag geschehe lediglich im Interesse der Großkapitalisten.

2) In Berlin: c. 80 amtliche mit Gruppen von 2 bis 4 für eine Anzahl Effekten, und zahlreiche „freie"; in Frankfurt a. M. beide, doch ohne Gruppierung; desgl. in Wien; in Paris Monopol der 60 amtlichen, dazu die Coulissiers traditionell geduldet; in London an der B. nur Makler (brokers) und die zwischen diesen vermittelnden „Händler" (dealers), s. Struck a. a. O., in Hamburg nur „freie", doch noch besondere Kursmakler — „amtliche" nie mit Gehalt, sondern Provision.

diesem Papier zu vermitteln pflegt. Letzterer hat in der That Verkaufsofferten, unter anderen solche von einem größeren Bankhaus A., welches ihm gestern mitteilte, daß es sobald als möglich einen größeren Posten auf Termine verkaufen wolle. Jetzt ist, wie gesagt, ruhige Zeit, und auch A. rechnet auf weitere Hausse, allein vor einigen Monaten hatten Unruhen in der äußeren Politik eine größere Baisse hervorgerufen, A. hatte schleunigst größere Blankoverkäufe vorgenommen, um an der Baisseströmung zu gewinnen oder um Hausseverluste während des schnellen Kurssturzes wieder auszugleichen. Aber — man konnte damals die Lage beim besten Willen nicht so genau übersehen — A. fixte — (ein anderer Ausdruck für Blankoverkauf) — zu lange; schon stiegen die Kurse wieder, als er noch nicht voll gedeckt hatte. Um an der Deckung nicht zu verlieren, verschob er diese[1]), aber die Kurse blieben auf ihrer Höhe, und als sie im Mai noch stiegen, entschloß sich A., die kostspielige Prolongation nicht länger fortzusetzen und sich nunmehr, wenn auch mit Verlust, zu decken. Dazu bedurfte er aber größere Geldmittel, die er ohne weitere Verluste nicht sofort frei machen konnte. War er auch gegen Ende Mai mit seinen Vorbereitungen fertig, so zog er es doch vor, dann noch bis Anfang Juni zu warten, denn gegen Ende des Monats pflegten erfahrungsgemäß mehr Blankoverkäufer einzukaufen als im ersten Teil des Monats; dies steigerte die Kurse, besonders deswegen, weil die kapitalschwachen Baissiers ihre Engagements über Ultimo hinaus oft nicht halten können, so daß sie schließlich noch etwas mehr bieten, um nur ja am Ultimo liefern zu können. Infolgedessen, rechnete A., werde der Kurs zu Anfang Juni etwas niedriger stehen.

1) Er „prolongierte“, darüber später.

Aber bei diesem Plane mußte dem A. daran liegen, daß die Steigerung während des Mai bis Anfang Juni nicht zu weit ging. A.'s Deckungsbedarf war sehr bedeutend, wenige Prozente Kursunterschied kamen schon sehr in betracht; lieber opferte A. jetzt noch etwas, um die Kurssteigerung etwas aufzuhalten. Das war auch gerade jetzt nicht so kostspielig. Zur Zeit stand einer guten Nachfrage in unserem Papier ein ziemlich geringes Angebot gegenüber; A. hatte zwar in einigen national-ökonomischen Büchern gelesen: einem Haussier stehe immer ein Baissier gegenüber, denn Verkauf und Kauf müßten sich doch quantitativ decken; sonst müßte es ja Abschlüsse ohne den Kontrahenten von der anderen Seite geben, aber A. weiß, daß die Menschen doch nicht ganz so dumm sind, als man dieser Erklärung entnehmen müßte, — dann würde ja einem richtig urteilenden immer ein falsch urteilender gegenüberstehen! wenn auch nicht der Zahl nach, so der Quantität nach — daß in ruhigen Zeiten, abgesehen von einigen unerfahrenen Spekulanten aus dem Publikum — in diesem Fall ist der Ausdruck „Spiel", „Spieler" ausnahmsweise thatsächlich begründet —, bis kurz vor dem Umschlag der Richtung so ziemlich jeder die Situation übersieht. Die Verkäufe, weiß A., gehen in der jetzigen Zeit — abgesehen von solchen und ähnlichen andersbegründeten Situationen wie A.'s eigene — von Haussiers aus, welche, sich mit kleinen Kursgewinnen begnügend, bald wieder verkaufen, um glatt zu stehen, und dann vielleicht zu anderen Papieren übergehen; bei so schwachem Angebot also ist es schon von Bedeutung, wenn A. einen Betrag verkauft, der zwar im Verhältnis zu seinem übrigen Deckungsbedarf gering, aber im Verhältnis zu dem, was jetzt durchschnittlich angeboten wird, groß ist; jene verkaufenden Haussiers lassen natürlich nicht mit sich handeln, denn da sie bald wieder verkaufen, kann der Kurs

nur wenig gestiegen sein, und von dieser geringen Steigerung lassen sie sich nichts abhandeln, umsoweniger, als sie sich ja mit dem Verkauf garnicht zu beeilen brauchen. Wenn da A. auf einmal oder in klug gewählten Intervallen einen größeren Betrag zu einem noch etwas niedrigeren Kurse als jene Haussiers anbietet, so muß das schon ein gewisses Aufsehen erregen. Wird schon zunächst die Nachfrage dadurch etwas befriedigt und damit etwas abgeschwächt, wird außerdem der Kurs dieses Tages oder dieser Tage sicherlich etwas niedriger gehalten, als wenn dieses Angebot fehlte, so kann besonders der Umstand sehr wirksam sein, daß die Beweggründe des A. vielleicht niemandem sonst bekannt sind. Zum mindesten werden die Haussiers etwas herabgestimmt, einige überängstliche glauben vielleicht wirklich an eine beginnende Baissieströmung und fangen an, stärker zu verkaufen, vielleicht sogar blanko zu verkaufen; vielleicht hält A. seine Stellung geheim und verteilt seine Offerten an befreundete freie Makler, Kommissionäre oder Properhändler, die dann „in eigenem Namen" verkaufen [1]). Verkauft nun aber A. blanko, d. h. um sich später zu decken? Nein, denn da würde er ja die Kurse wieder steigern, wenn auch natürlich nicht in entsprechender Höhe — denn bei der hier vorausgesetzten Marktlage wirkt derselbe Betrag im Angebot stärker als in der Nachfrage. Er richtet es vielmehr so ein: Einen geringen Betrag des Papieres hat er seinem Grundsatz gemäß auf Lager gehalten [2]), den anderen Teil kaufte er auf

1) Durch solche Unternehmungen gehen Leute, wie der obengenannte „Jobber" J. zu Grunde, indem sie dem A. oder einem dieser seiner Vertreter folgen und sich über deren wirkliche Pläne täuschen.

2) Schon für den Fall, daß die Prolongationskosten, für ihn also der später zu erklärende Deport, plötzlich zu teuer wurden, indem der Deport schnell hoch stieg; darum behielt er vorläufig etwas auf Lager, obwohl er sich Deportzins ersparen konnte, wenn er es zu der mangelnden Deckung verwendete.

dem Kassamarkt[1]); zwar steigerte er damit auch den Terminkurs, aber doch nicht in derselben Weise, und besonders hatte er später nicht zu kaufen, vermied also eine spätere für seine jetzigen Operationen nachteilige Beeinflussung des Kurses. Er verkaufte also jetzt, nach Anfang Mai, diesen Betrag, den er zum kleineren Teil als Vorrat besaß, zum größeren Teil jetzt auf dem Kassamarkt einkaufte, per Ultimo Mai, um die Stücke dann zu liefern[2]).

Nun wissen wir also, weshalb A. dem Makler, an den sich B. wendete, die Verkaufsofferte gegeben hat, und warum er Ult. V. liefern wird. Mit richtiger Erwägung geht er hier in der Baissérichtung, während er doch von der zunächst bleibenden Hausse überzeugt, ja gerade weil er davon überzeugt war.[3]) Von

---

1) Soviel Bargeld möge er vorräthig gehabt haben, nur nicht für die große Deckung.

2) Natürlich prolongierte er nicht wieder, denn warum sollte er den Vorrat, den er effektiv besitzt, festhalten? Allerdings hätte er Anfang Mai auf Termin kaufen können, dann steigerte er aber dadurch den Terminkurs noch mehr. — (Möglich war es, auch den neuen Betrag gegen Deportzins zu leihen, dann brauchte er garnicht zu kaufen; diesen verkaufte er dann per Ultimo.) — Ist A. ein „unredlicher Kommissionär", so verleitet er seine Kundschaft, mit besonderer Auswahl natürlich, auf Baisse zu spekulieren, er kann ja überdies buchmäßig jedem nachweisen, daß er verkauft; oder wenn er sich hüten will, seine Kundschaft übel zu beraten, kann er sich all der mannigfachen Mittel bedienen, um die Hausse herabzustimmen, Preßbeeinflussung, falsche Nachrichten u. s. w. und, wenn er vorsichtig ist, alles dies, ohne auch nur sein Renommée zu gefährden. Gegenüber denjenigen, welche das thatsächliche Vorkommen derartiger Mittel grundsätzlich schlankweg zu leugnen belieben, betone ich, daß die Jurisdiktion, die Litteratur und die Presse massenhafte Vorkommnisse angeben, und daß die Technik des E. T. H. diese Mittel a priori nahe legt. In einem späteren Teile wird nochmals darauf zurückzukommen sein. Hier in der „Technik" habe ich meinen A. diese Mittel nicht ergreifen lassen; gleichwohl sind dieselben an dieser Stelle zu erwähnen. Wenn ich mir die Aufgabe gestellt habe, die wirkliche Technik darzustellen, so umfaßt diese natürlich auch die „unsittliche".

3) Gewiß hätte ich statt dieser umständlichen Darstellung die übliche

jenem Teilbetrag, den der Makler für A. verkaufen wollte, giebt er dem B. das gewünschte ab. Er notiert sich den Abschluß und übersendet am folgenden Tag dem A. wie dem B. einen „Schlußschein“ darüber. B. erhält damit die Bestätigung, daß er Ult. V. 20 Stück der gewünschten Aktien zu 105 abzunehmen und dafür $20 . 100 . \frac{105}{100} = 21000$ M. zu zahlen hat[1]).

(Um die Beispiele nicht zu unübersichtlich zu gestalten, will ich bis zur Behandlung der Kursfeststellung tägliche Durchschnittskurse oder Einheitskurse zugrunde legen, und zwar in der Regel mit der Fiktion, als stehe der Kurs, welchen dieses Papier „heute hat“, von Anfang an fest.) Nachdem infolge der größeren Verkäufe des A. der Kurs während einiger Tage ziemlich stabil geblieben war, stieg er wieder und stellte sich am 20. Mai auf $108^3/_4$. B.'s Aktien waren jetzt also $20. 1000. \frac{108^3/_4}{100} = 20. 1000. \frac{435}{400} = 21750$ M. wert. Ein wenig wollte B. noch warten mit

Erklärung geben können: B. fand einen, der anders über den zukünftigen Kurs dachte, aber ich bin davon überzeugt, daß dieses „nur anders Denken“ im Getriebe des Börsenlebens bei weitem nicht die Bedeutung hat, die man ihm gern zuschreibt, weil die Begriffe Hausse und Baisse so schön auf einander passen; und deshalb denkt sich das große Publikum dieses Getriebe, wo erstlich das Kapital, dann der gewöhnliche Scharfsinn, dann die bloße Thatsache des Teilnehmens und dann erst das Glück den Erfolg bestimmen, als ein Spiel!

1) „Eigentümer“ ist er damit nicht geworden, er hat nur eine Forderung erworben. Doch ist der Schlußschein nicht Kreditpapier — was er ja sein könnte — er ist nur Quittung und kann als Beweisurkunde benutzt werden. — Der Makler erhält für seine Vermittlung Provision, Courtage, für welche er feste Sätze, zuweilen börsenordnungsmäßig bestimmt. Der Betrag derselben ist gew. umgekehrt proportional der Abschlußsumme, weil natürlich die Mühe verhältnism. abnimmt. Getragen wird sie von einem oder beiden Kontrah., oder d. M. kann auch „franco courtage“ für einen oder beide vermitteln.

dem Verkauf und wollte bei 109, also mit einem Kursgewinn von 4%, also $20. 1000. \frac{4}{100} = 800$ M. zum Verkauf schreiten. Als sich aber am selben Tage gegen Schluß der Börse der Kurs wieder auf 108 senkte, verkaufte er dennoch, ohne die Steigerung wieder abzuwarten; — eine größere Steigerung erwartete er bis Ult. ohnedies nicht mehr. So verkaufte er, also am 20. V., zu 108 an C. gegen 21600 M., damit gewann er also 21600 — 21000 = 600 M. Der Kurs stieg auch nur schwach; am 25. Mai stellte er sich auf 110. Für die nächsten Tage stand eine kleine Baisse zu erwarten, aber C. meinte, nicht sofort; darum wollte er erst morgen verkaufen. Woher die Baisse? Eine Aktiengesellschaft war soeben in Konkurs geraten, dazu war irgendwo eine kleine politische „Verstimmung" eingetreten. Aber was hatte das mit den Kursen zu thun? Die Aktiengesellschaft, das wußte nachträglich jeder, hatte schlecht gewirtschaftet; eine wirtschaftliche Verschlechterung der allgemeinen Lage konnte daraus absolut nicht gefolgert werden; jene politische Verstimmung aber würde vorübergehen wie hundert andere auch; an einen Krieg war ja garnicht zu denken. Wieso aber kann ein politischer Vorfall, der weder jemanden schädigt noch Gefahr in sich birgt, auf die Kurse wirken?! Wo liegt da der Zusammenhang? Die Antwort dürfte so lauten: Von jeher beteiligten sich am Terminhandel eine Anzahl Leute, welche nicht viel davon verstanden; besonders Spekulierende aus dem großen Publikum; an sich gewiß sehr praktische Leute und darum wohl auch Verächter aller gelehrten Theorie, aber wenn sie sich am Terminhandel beteiligten, so ließen sie den „gesunden Menschenverstand" zu Hause und spekulierten nach Theorien, die sie niemals prüften; im Gegenteil, sie kamen sich dabei sehr klug vor. Eine solche Theorie war: günstige Ereig-

nisse steigern die Kurse, ungünstige schwächen sie. Einseitig aber war diese Theorie, weil sie nicht berücksichtigte, daß nur wirklich eingetretene oder als eintretend zu erwartende Unglücksfälle wirken konnten (und umgekehrt), und daß diese Wirkung nur da zu erwarten war, wo ein realer Zusammenhang zwischen dem Ereignis und dem Wert der betreffenden Effektengattung vorhanden sein mußte oder konnte. Aber diese Leute spekulierten streng nach dieser Verallgemeinerung; und weil sie das thaten, so war der Erfolg in der That der erwartete; man merkte aber nicht, daß nicht jenes Ereignis, sondern die Spekulation auf die an jenes Ereignis geknüpfte Theorie die Kursrichtung hervorbrachte. Und immer und immer wieder schien ihnen diese Theorie recht zu geben. Schließlich mußten sie selbst vernünftigerweise mit dieser Theorie wie mit einer festen Thatsache rechnen, und auch der scharfsinnigste Spekulant richtet sich darnach, weil er weiß und auch garnicht anders annehmen kann, als daß diese Theorie eine Grundlage der Spekulation bildet. Und wenn er auch ganz sicher beurtheilen kann, daß dieses Ereignis durchaus keine gute oder schlechte Kurswirkung in sich tragen wird, so wäre er thöricht, auf diese Erwägung allein seine Operationen zu stützen, denn er muß wissen, daß nicht jenes Ereignis, auch nicht die Meinung der anderen über die reale Wirkung desselben auf den Kurs wirkt, sondern: die richtige Ueberzeugung jedes einzelnen, daß die übrigen — sei es daß sie diese Theorie für richtig oder falsch halten — dieselbe jedoch für die Spekulation sicher mit diesem Ereignis verknüpfen werden.[1]) Aber diese

1) Der in der öffentlichen Meinung und in der Litteratur als etwas ganz natürliches angenommene Zusammenhang zwischen Ereignis und Effektenwert — ich meine nicht den Anlagewert, sondern den Spekulationswert! Darüber später — hat mich nicht befriedigen können, sondern es blieb für

Baisse trat doch schneller ein, als C. erwartete, er hatte mit dem Verkauf zu lange gezögert, am nächsten Tag, am 26., fiel der Kurs auf 107. Nun verkaufte er schleunigst, ehe der Kurs noch weiter sank; jetzt verlor er immerhin nur 1%. Sein Käufer, D., war nicht etwa ein blinder Glücksritter; er hatte gestern ebenso wie C. die Baisse vorausgesehen und gestern zum gestrigen Ultimokurs von 110 blanko verkauft. Warum aber deckt er sich

---

mich eine Lücke, die auch durch die als Erklärung dienen sollende „Berücksichtigung der Meinung der übrigen" nicht ausgefüllt wurde. — So habe ich mir mit dieser Erklärung geholfen und sie hier eingefügt, weil ich der Ansicht bin, daß die Technik der intellektuellen Berechnung der Klarstellung dieses eigenthümlichen Zusammenhangs bedarf. Folgende Gegenüberstellung dürfte dies verdeutlichen:

1. Meinung über das Ereignis.
   vorausgesetzt: jeder ist davon überzeugt, dieses Ereignis werde keinen solchen Verlauf nehmen, daß es irgendwie den inneren Wert der Effekten nach irgend einer Richtung hin verändern könnte.
2. Meinung über die Meinung anderer über dieses Ereignis,
   vorausgesetzt: jeder ist davon überzeugt, daß alle anderen seine Meinung teilen,

o würde es dennoch ein Irrtum sein, aus diesen beiden Voraussetzungen eine Baisse für ausgeschlossen zu halten, sondern es ist damit zu rechnen, daß die anderen erfahrungsgemäß, traditionell, dennoch auf eine Baisse rechnen und deshalb, wenn sie spekulieren, à la baisse spekulieren. (Dasselbe ist auf die „Hausse-Meinung" anzuwenden.)

Es kommt also neben der Meinung über den Wert (Gebrauchs- und Tauschwert oder hier Anlage- und Verkaufswert) und neben der Meinung anderer (aller) über den Wert noch die Meinung der anderen über die Spekulationssitte hinzu. (In diesem 3. Moment dürfte etwas dem „Gewohnheitspreis" analoges liegen.)

Das 1. Moment ist wohl das sicherste, obwohl man oft nicht gewiß sein kann. Das 2. ist quantitativ meist sehr schwer zu bestimmen, aber schließlich kann die Erfahrung hier die Einzelbeurteilung ersetzen. Das 3. Moment ist lediglich durch Erfahrung (Kenntnis des Vergangenen) zu bestimmen; eigene Schlußfolgerungen helfen hier garnichts, denn die Prämissen dazu liegen begraben in den richtigen und falschen Urteilen von Spekulierenden der Vergangenheit. Und weil es so schwierig ist, den Inhalt dieser Spekulationssitte real zu erfassen, so liegt darin allerdings etwas „aleatorisches."

schon heute? C. hatte soeben verkauft, um noch größerem Kursrückgang zu entgehen; warum wartete D. nicht mit der Deckung? Dicht vor Ultimo wollte er vorsichtig sein; C. konnte ja ruhig warten, wenn er durchaus wollte, aber D. war Blankoverkäufer und daher stärker zur Realisierung genötigt als D. Dazu verdiente er ja 3%. Nicht zu vergessen war auch, daß der etwas kapitalkräftigere oder mit besserem also billigerem Kredit versehene C. eine Verlängerung seines Engagements günstiger bewerkstelligen konnte als D. Hatte sich C. in der Schnelligkeit des Eintritts sowie in der Stärke der Baisse geirrt, so D. nicht weniger. Aber während C. mit einem kleinen Verlust verkaufte, freute sich D. seines Irrtums, denn daß er sich mit 3% Gewinn würde decken können, hatte er überhaupt nicht erwartet; die kleine Baisse, meinte er, würde den bisherigen Kursgang höchstens um 2% zurückschrauben und auch nicht auf einmal. Andere Baissiers deckten sich nicht, wie er beobachtete; ob er nicht lieber auch noch wartete? Aber der Betrag, den er gestern blanko weggegeben hatte, war ziemlich groß, besonders für seine Verhältnisse; wenn die anderen zu lange warteten, so war das für sie nicht so schlimm, er aber mußte vorsichtig sein; lieber etwas weniger verdienen.[1]) (Der Moment der Deckung hängt eben garnicht allein von der Kursrichtung ab, sondern auch von der Qualität der Blankoverkäufer.) Einen kleineren Betrag hat D. gestern u. a. an E. verkauft, also zu 110. E. ist kein „Börsianer"; er ist ein der Börse fernstehender wohlhabender Mann mit einem Vermögen von 30000 M., welches er beliebig anlegen kann. Warum wählt er gerade diese Aktien? Er konnte sich ja sichere $3\frac{1}{2}$%

1) Nach der einfachen Theorie müßten sich eigentlich alle Baissiers zugleich decken! Hier wollte ich ein Beispiel geben, wie kapitalkräftigere Baissiers mit der Deckung besser warten können.

Staatspapiere kaufen, dann bezieht er am 1. VII. seine sicheren Zinsen; aber diese Zinsen hat er nicht so nötig und er kann es ruhig mit ansehen, wenn die Aktie auch einmal keine Dividende giebt; dafür bringt sie ihm in guter Zeit mehr ein als Fondspapiere. Nun hat er seit Anfang Mai im Kurszettel seiner Zeitung das Steigen unserer Aktie beobachtet und hält diese Aktie für ein gutes Anlagepapier — deswegen war sie auch in der That gestiegen; jene Baisse am 26. hatte mit dem Anlagewert nichts zu thun, sie richtete sich gegen die bisherige Spekulationsmeinung — er kauft sie also, nicht weil sie vermutlich noch steigen wird, sondern weil sie ihm am 1. VII. vermutlich eine gute Dividende abwirft. Oder vielleicht sind seine Verhältnisse garnicht so günstige, er muß auf bessere Zinsen sehen, die geringeren Zinsen der Staatspapiere genügen ihm nicht, mit fremden, höher verzinslichen, Fonds will er sich nicht einlassen, darum ist er schon genötigt, Aktien zu nehmen, die sich bei dem etwas größeren Risiko dafür auch besser verzinsen. Aber warum kauft er so teuer, am 26. zu 110? Sah er die kleine Baisse nicht kommen? Kümmerte er sich nicht um die Börsenlage? O doch! Er hatte weder das Falliment jener Gesellschaft noch jenes politische Ereignis übersehen; aber er ist ein kluger Mann, und sagte sich: jene Gesellschaft hat eben schlecht gewirtschaftet, von einer schlechten Konjunktur kann jetzt garnicht die Rede sein; und jenes politische Ereignis — es kann unmöglich einen ernsten Konflikt verursachen. Zwar weiß er, daß die Baissiers wieder einmal schwarz malen werden, aber diesmal gewiß ohne Erfolg, wie so oft; es nützt ihm also jetzt garnichts, wenn er auf eine Baisse wartet, um die Aktien zu kaufen, im Gegenteil, dann wird er noch teurer kaufen müssen. Er ist in der That klug, er phantasiert sich keinen wirklichen Zusammenhang zwischen jenen Er-

eignissen und unserer Aktie heraus, er ist auch zu umsichtig, um blindlings einer mechanischen Theorie zu folgen; er meint auch, die erfahrenen Börsenleute müssen das doch ebenso richtig beurteilen können; aber irrig ist eben seine Annahme, daß es die Ereignisse oder, besser gesagt, die Meinung der anderen über die in jenen Ereignissen liegende reale Wirkung ist, welche den Kurs ändert; er berücksichtigt jenen Zwischenfaktor, die Spekulationssitte, nicht. Sein Kommissionär, dem er seine Gründe auseinandersetzt, giebt ihm zwar zu, daß er eigentlich Recht habe, aber er meint, mit solchen an sich ganz richtigen Erörterungen treffe man erfahrungsgemäß oft gerade das verkehrte; er würde doch lieber eine Baisse annehmen; begründen könne er sie nicht weiter, aber er folge hier seiner gut bewährten Erfahrung. E. aber, der neuerdings vielfach gelesen hat, das Privatpublikum sei unvorsichtig und prüfe nicht sorgfältig genug, hat sich fest vorgenommen, nur nach klaren Gründen zu handeln, und kümmert sich um die Erfahrung seines Kommissionärs diesmal nicht, sondern sagt ihm, er solle nur kaufen; wenn er dabei wirklich etwas teurer kaufe als in den nächsten Tagen, so sei das ja seine eigene Sache. So kauft denn sein Kommissionär für ihn 25 Stück zu 110 am 25. Mai, 20 Stück davon von D., den Rest giebt er aus seinem Vorrat, den er für solche geringe Überschüsse zu halten pflegt, und zwar auch zum Tageskurs. Dem D. verspricht er für seine 20 Stück $20 . 1000 . \frac{110}{100} = 22000$ M. Wie sich D. am folgenden Tag deckte, haben wir gesehen. E. bezahlte seine Vorsicht diesmal mit mehr als 3 % Kursverlust; wenn er erst am 26. kaufte, bekam er die Papiere schon zu 107[1]). So liefert

1) Der mehrfach in der Litteratur erwähnte Satz Lassalle's, daß man um so besser spekuliere, je weniger man denke, — nicht wörtlich citiert —

denn A., wie beabsichtigt, Ultimo Mai, und E. nimmt ab. In welcher Weise, und was B., C. und D. dabei zu thun, wird der folgende Abschnitt erklären[1]).

2. Abschnitt.

Die Abrechnung.

Die Darstellung ist allgemein gehalten und berücksichtigt Unterschiede der Einrichtungen an den einzelnen Börsen nur so weit, als sie für das allgemeine in betracht kommen.

In dem Beispiel des vorigen Abschnittes — der Einfachheit wegen ist eine gleiche Stückzahl derselben Aktie für alle vier Abschlüsse fingiert — erhielten Bezahlung: A. von B. zum Kurs von 105, also 21000 M., B. von C. zu 108, = 21600 M.,

---

dürfte, von der um des paradoxen willen gewählten Übertreibung abgesehen, in derartigen Beobachtungen seinen Ursprung haben; er gründet sich wohl auch nur auf reine Empirie. In diesem Falle trifft es allerdings zu, daß E. bei geringerer Überlegung besser verfahren wäre als bei seiner allerdings nicht bis zu Ende durchgeführten Berechnung. Bei genügender Berücksichtigung desjenigen Momentes, welches ich oben als Spekulationssitte bezeichnete, trifft jener Satz Lassalle's durchaus nicht mehr zu. — Übrigens ist es sehr bequem, dem Publikum zu sagen: „prüfe" und dann „den Armen schuldig werden zu lassen", um mit dem Dichter zu sprechen.

1) Wenn E. nicht „per Kassa" kaufte, so hatte das für ihn den Vorteil, daß er vor Ende Mai nicht zu bezahlen brauchte; natürlich hatte er, wenn er das Geld für seinen jetzigen Einkauf verwendete, mehr Zinsverlust für diese 5 Tage als der etwas höhere Ultimokurs kostete. Er hätte sich's wohl auch leihen können, wenn er Kredit hatte, aber das wäre ihm vielleicht auch teurer gekommen; vielleicht hätte ihm aber sein Kommissionär bis zum 1. VI. die Zahlung gestundet. Doch, da an dieser Börse in diesem Papier auf Termin gehandelt wurde, so bediente er sich eben dieser Einrichtung. Verschob er etwa den Kauf auf den 1. VI. — dann per Kassa —, so mußte er ja zu höherem Kurs kaufen, denn er rechnete auf Hausse. — Wie weit es dem E. mit seiner Anlage ernst war, läßt sich aus seiner Operation nicht schließen. Vielleicht wollte er die Papiere garnicht lange behalten und gedachte sie mit Kursgewinn bald wieder zu verkaufen.

C. von D. zu 107, = 21400 M., und D. von E. zu 110, = 22000 M. Dies war die Reihenfolge der Abschlüsse, jedoch zeitlich ging der Abschluß zwischen D. und E. dem zwischen C. und D. vorher. Wir haben also folgende Reihe; es liefert: A. an B. an C. an D. an E. Bis Ult. V. hat A. die Papiere, E. will sie behalten; was ist natürlicher, als daß A. dieselben direkt an E. liefert. Freilich, so einfach wie hier auf dem Papier ist die Sache in Wirklichkeit nicht; A. hat nur mit B. abgeschlossen und weiß von der „Reihe" bis E. nichts; ebenso E. Auch die Mittelglieder haben nur mit ihren direkten Kontrahenten zu thun gehabt. Das nächstliegendste ist daher, daß A. gegen Bezahlung an B. liefert, dieser weiter an C. u. s. w.[1])

Da das aber ein umständliches und zeitraubendes Verfahren ist, so hat man an denjenigen Terminbörsen, an denen sich dies lohnte, besondere Abrechnungsstellen (s. d. folg. Anm.) eingerichtet, die in erster Linie die Aufgabe haben, jene oben erwähnten Reihen herzustellen, damit der erste Verkäufer direkt an den letzten Käufer oder Abnehmer liefern kann[2]).

1) Z. B. in Bremen, mit geringem E. T. H., s. Börs.-Enqu.-Komm. stenogr. Bericht S. 161. Sachv. Wolde: „. . . . Bei uns wird alles in „natura reguliert. Die Effekten werden in natura geliefert, es wird bezahlt, „und haben wir keine Liquidationskasse oder etwas derartiges nötig."

2) In unserem Beispiel hatte ja E. eher gekauft als D., welcher sich erst tags darauf deckte. Diese Abrechnungsstellen sind englischen Ursprungs, clearinghouses, dem sonstigen Bankabrechnungswesen entlehnt; in Paris besteht keine; dort rechnen die amtl. Makler (agents) für ihre Kunden ab. s. B. E. K. Börsen a. a. O. S. 87, also doch eine Art „Abrechnungsstelle." Daselbst auch Medioabrechnung. Sie sind, wenn nicht, wie in Paris, Maklervereinigungen, in der Regel selbständige Vereinigungen der Handelsfirmen, besonders Bankhäuser, des Börsenortes, namentlich der Kommissionäre. Dazu Siegfried—Saling a. a. O. S. 120: (für Berlin) „diejenigen Börsenbesucher, „welche nur gelegentlich Zeitgeschäfte machen und daher nicht dem Liqui„dationsverein angehören, verständigen sich direkt mit ihren Kontrahenten,

In unserem Beispiel seien A., B., C. und D. Mitglieder eines solchen Vereins; E. rechne durch einen Kommissionär ab. Würden sie außer der Lieferung auch die Bezahlung von Mann zu Mann gehen lassen, so würde — (nur fiktiv, denn in Wirklichkeit werden diese Summen kaum für sich allein stehend vorhanden sein) — E. an D. 22000 M. bezahlen; davon behält D. 600 M., das übrige schickt er an C., welcher 200 M. zulegt und diese Summe B. schickt, welcher 600 M. für sich behält und die übrigen 21000 M. dem A. bezahlt. — Ist nun eine Abrechnungsstelle vorhanden, so schicken — (nach einem System) — Käufer und Verkäufer ihre Abschlüsse an dieselbe ein. Diese legt die Abschlußverzeichnisse für jedes Effekt zusammen und stellt (durch hier nicht weiter auszuführende Rechenoperationen) fest, wer an wen zu liefern hat; das Resultat für jeden einzelnen zeigt sie dem Lieferanten wie Abnehmer an. Dieselbe Ermittelungsart kann die Abrechnungsstelle zur Feststellung der Zahlungsverpflichtungen der einzelnen Kontrahenten benutzen. Es hat gekauft

B.	von	A.	zum	Kurs von	105
C.	„	B.	„	„	108
D.	„	C.	„	„	107
E.	„	D.	„	„	110.

Die Berechnung wäre dann folgende: E., der die Effekten erhält, hat an A., der sie ihm liefert, zu zahlen nach dem Kurs von 110, also 22000 M. A. giebt an die Kasse 5% (110—105), also 1000 M.; ferner giebt C., der 1% verloren hat, 200 M. an die Kasse; dagegen haben B. und D. je 3% gewonnen, also je 600 M. Die von A. und C. eingezogenen Beträge von

„d. h. sie kündigen ihrem sogen. „letzten Mann“ an, daß sie entweder selbst „oder durch den oder den regulieren.“

1000 und 200 M. verteilt sie also zu je 600 M. an B. und D. (Darstellung nach: Fuchs, Waren-Terminhandel, Leipzig 1891 S. 15.)

Da nun A. bis D., sowie E.'s Kommissionär Börsenhändler sind, so werden sie zweckgemäß bei der Abrechnungskasse ein Guthaben niedergelegt haben, so daß die Kasse zugleich Giro-Kasse ist; dann schreibt sie B. und D. in ihren Konten je 600 M. gut, während sie dem A. 1000 und dem C. 200 M. auf das Debetkonto schreibt.

Diese Art von Abrechnung ist aber nicht die gebräuchliche; es wird viel mehr der sogenannte Liquidationskurs zu Hilfe genommen.[1])

---

1) Über Kursfeststellung erst in einem späteren Abschnitt.

Über den „Liquidationskurs" zunächst Siegfried—Saling a. a. O. S. 120. „.... die sogen. L..... Man sucht dieselben so zu wählen, daß sie in „möglichst abgerundeten Zahlen ausgedrückt sind, zugleich jedoch diejenigen „Kurse darstellen, welche den am Feststellungstage in der Zeit von 12 bis etwa „$12\frac{1}{4}$ od. $12\frac{1}{2}$ Uhr gehandelten Kursen möglichst entsprechen, so daß dieselben „mit den ungefähren Anfangskursen mehr oder weniger zusammenfallen." „Feststellungstag" ist nach d. V. der 2. Tag vor Ultimo.

Über die technische Zweckmäßigkeit sagt derselbe an dieser Stelle, S. 120 und 121: „Das Bestehen einer Zentralabrechnungsstelle für die Zeitgeschäfte „und überhaupt die gute Ordnung der Ultimoabrechnungen macht es not-„wendig, daß alle per Ultimo abgeschlossenen Käufe und Verkäufe zu einem „bestimmten einheitlichen Kurse abgewickelt werden resp. daß, soweit sie zwischen „denselben Kontrahenten prolongiert sind, ihre Hinausschiebung auf den „neuen Monat auf Grundlage dieses einheitlichen Kurses erfolgt. . . . . . „Diese Liquidationskurse sind nämlich zum Teil deshalb notwendig, weil die-„jenigen, welche Effekten beziehen, niemals oder nur selten direkt mit den-„jenigen gehandelt haben, welche ihnen auf Anweisung des Liquidationsbureaus „diese Effekten liefern. Für . . . . die Prolongationen empfiehlt sich außer-„dem die Zugrundelegung des Liquidationskurses, ... weil die Buchführung „und Rechenmanipulation dadurch, daß alle von einem auf den anderen „Monat übernommenen Stücke zu dem nämlichen Kurse in Ansatz gebracht „werden, außerordentlich erleichtert wird."

Am 26. V. stand der Kurs unserer Aktie (wie oben angenommen, s. v. Abschn.) auf 107, fiel am 27. noch auf 106¼, aber infolge plötzlicher Nachfrage seitens der Baissiers aus den letzten Tagen, die sich vor Ult. noch decken wollten, stieg er bis zum 29. wieder auf 108½. An diesem Tage wurde der Liquidationskurs festgesetzt, und zwar auf 108. Dieser Kurs diente

---

Grünhut a. a. O. S. 12: „. . . . um die Ausgleichung leichter ausführbar zu machen . . . .“

Über das oben geschilderte Abrechnungsverfahren mit Abrechnungsstelle, aber ohne Liquidationskurs sagt Fuchs a. a. O. S. 15: „So groß nun auch „die Vorteile dieses Abrechnungssystems sind, so ist damit doch ein schwer„wiegender Nachteil verbunden, wegen dessen man an anderen Terminbörsen „seiner Einführung bis heute widerstrebt hat — daß nämlich alle an der „Kette beteiligten Parteien alle Kontraktspreise erfahren.“ Ähnlich Brückner, Differenzhandel, Berlin 1894, S. 18.

Diese Schwierigkeit hatte ich in meinem obigen Beispiel allerdings umgangen, indem ich voraussetzte, daß die Abrechnungsstelle dem einzelnen Kontrahenten nur mitteilt, was er einzuzahlen oder zu erhalten hat, so daß nur die Ausrechner die Kontraktpreise u. s. w. erfahren. Allerdings würden sich die Kontrahenten mit der Anzeige der bloßen Summe vielleicht nicht zufrieden geben und den Nachweis verlangen, wodurch allerdings die Kontraktpreise der anderen ihm bekannt würden. Und — abgesehen davon, daß dieser Nachweis ein sehr kompliziertes Rechenexempel darstellen würde, weil der einzelne doch in demselben Effekt eine ganze Anzahl von Abschlüssen in ganz verschiedenen Beträgen gemacht haben würde, so daß diese Nachweise, falls sie von vielen an diesem Effekt Beteiligten verlangt würden, vielleicht jedesmal gedruckt werden müßten — abgesehen davon also würde der schriftliche rechnerische Nachweis sehr häufig auch dann gefordert werden, wenn die angegebene Summe mit der Summe der vom Kontrahenten für sich ausgerechneten einzelnen Posten übereinstimmt — und die muß er ja von den einzelnen Abschlüssen her kennen, er weiß nur nicht, in welche Beträge für welche Konti die ganze Zahlungssumme einzuteilen sein würde — wenn diese Summen auch stimmen würden, so würde man, wie gesagt, den Nachweis gleichwohl verlangen, gerade um die Kontraktpreise der anderen zu erfahren. Dazu würde schon jeder genötigt sein, weil er ja, wenn er es nicht thäte, den anderen Kontrahenten den Vorteil einer besseren Übersicht über die Preislage gäbe, eine Übersicht, worauf er sicher zu seinem Schaden verzichten würde.

für jeden Kontrahenten zur Abrechnung mit dem anderen, oder wenn er zugleich ge- und verkauft hatte, mit beiden. Nächststehendes (den Darstellungen von Fuchs a. a. O. S. 16 u. Brückner a. a. O. S. 17 entlehntes) Schema möge dies veranschaulichen:

Aus d. Abschl. zw.	108. Liqu.-Kurs. A.	B.	C.	D.	E.
	105 (A.–B.)	108 (B.–C.)	107 (C.–D.)	110 (D.–E.)	
A. und B.	—3	+3			
B. und C.		0	0		
C. und D.			—1	+1	
D. und E.				+2	—2
für effekt. Lieferung	+108				—108
	+105	+3	—1	+3	—110

Wir haben also dasselbe Resultat wie oben (doch hier nicht etwa Ausrechnung der Abrechnungsstelle! dieser wird nur die Effektenstückzahl, die jeder zu liefern oder abzunehmen hat, sowie der Name des andern Kontrahenten angegeben, woraus sie dann Lieferanten und Abnehmer feststellt). Der Zahlung legt jeder einzelne rein mechanisch den Liqu.-Kurs zu Grunde:

B. weiß, daß er mit A. zu 105% abgeschlossen hatte, also gegen den Liqu.-Kurs (auch „Kompensationskurs" genannt) 3% von ihm gewonnen hat (und A. weiß dies gleichfalls); andererseits weiß B., daß er mit C. zu 108 abschloß, also nach dem Liqu.-Kurs mit ihm glatt steht, und ebenso machen es die anderen. E. hat nur D. als Kontrahenten; von dem hat er um 2 über dem Liqu.-Kurs gekauft, hat ihm also zu 2 zu zahlen, den Rest, zu 108, zahlt er an A.[1])

---

1) Rechnerisch kann übrigens Liqu.-Kurs jeder beliebige sein, wie man sofort sehen wird, wenn man folgendes Schema betrachtet:

In den letzten Jahren haben die Liquidationskassen u. s. w. mehrfach Angriffe erfahren. Die daraus entstandenen Kontroversen haben zuweilen zu Misverständnissen geführt, weil man sich manchmal darüber nicht klar war, welche Funktion einer solchen Einrichtung das Angriffsobjekt bildete.

Sie kann neben der ursprünglichen Funktion noch andere haben. Sie kann sein

1. Abrechnungsstelle.
2. „ und Girokasse.
3. „ „ und Kommissionsgeschäft.
4. „ „ „ und Properhändler.

Möglich sind auch andere Variationen dieser vier Thätigkeitsarten, aber in Wirklichkeit dürften naturgemäß nur diese 4, und zwar in der angegebenen Entwicklung, vorkommen.

3. Abschnitt.

Das Differenzgeschäft.

Nach den beiden vorigen Abschnitten läßt sich das „Differenzgeschäft" technisch schnell erledigen. Das „reine Differenzgeschäft" ist ein solches, bei welchem Käufer und Verkäufer verabreden,

---

500 = Liqu.-Kurs.

A.	B.	C.	D.	E.
105	108	107	110	
—395	+395			
	— 392	+392		
		— 393	+393	
			—390	+390
+500				—500
+105	+3	—1	+3	—110

Hier würden die zu zahlenden Summen sehr hoch sein, höher noch als bei Zahlung von Mann zu Mann, also ohne Kasse und Liqu.-Kurs (man setze den Liqu.-Kurs = 0, so erhält man letzteres.)

daß keiner von beiden Lieferung oder Abnahme verlangen darf, sondern daß zwischen beiden nur die Differenz zwischen Kontraktspreis und Liquidationskurs beglichen werden soll. Es setzt, wenn es wirkliches Handelsgeschäft bleiben soll, voraus, daß jeder Kontrahent auf der anderen Seite noch einen Kontrahenten über mindestens die gleiche Quantität dieses Objektes hat, (sonst wäre ja teilweise Lief. u. Abn. nötig) oder (da ja die Quant. geteilt werden kann), daß die Summe der nach der anderen Seite hin gehandelten Quantitäten der Quantität des reinen Differenzabschlusses mindestens gleichkomme. In unserem obigen Beispiel konnten B., C. und D. reine Differenzgeschäfte abgeschlossen haben Ausgegangen ist es allerdings nicht vom Liqu.-Kurs, die Abschließenden wollen vielmehr die Differenz zwischen Ein- und Verkaufspreis gewinnen. Dieses Resultat erhält man auch sofort, wenn man berücksichtigt, daß ein Kontrahent sowohl mit der einen wie mit der anderen Seite auf Grund des L. K. reguliert; aber möglich ist es auch ohne solchen. Er bietet vielmehr für das reine Differenzgeschäft dieselbe Abrechnungserleichterung wie für das Termingeschäft überhaupt. (Die Gesetzgebung hat die Forderung auf Differenzzahlung aus dem reinen D. G. meist für unklagbar erklärt, Ausn. neuerdings Italien, für „Börsengeschäfte"; die Rechtsprechung behandelt es, wo kein posit. Ges. bereits vorliegt nach Analogie von Spiel und Wette.)[1]) Über die Grenze des Handels im gewöhnlichen Sinne geht das r. D. G. hinaus, wenn die Verkettung mit dem Ergänzungsgeschäft nach der anderen Seite hin abgeschnitten wird. Dies legt der Liquidationskurs sehr nahe, weil man mit ihm als einer sicher zu

1) In der Eingangs des 1. Abschn. vorgeführten Zerlegung des H. G. ist im r. Diff. G. das 1. Element nur ideell zu Grunde gelegt, das 2. noch mehr abgeschwächt.

erwartenden Thatsache rechnen kann, während dieser selbst seinem Wesen nach stets ein Ergänzungsgeschäft voraussetzt. Hinterher (m. E. wohl nur) ist man zu der Fiktion gelangt, der Verkäufer decke sich zu diesem Kurs (ideell), wodurch dann die Form des gewöhnlichen Handelsgeschäfts wiederhergestellt ist. Da das r. D. G. des gesetzlichen Schutzes in der Regel entbehrt, und da man zur Erreichung seines Ziels der ausdrücklichen Verabredung nur selten bedarf, so kommt es in der Wirklichkeit nur selten vor. (Ein noch weiteres Extrem liegt dann vor, wenn die Kontrahenten nur eine bestimmte Summe verabreden, welche der andere erhalten oder zahlen soll, jenachdem der Kurs steigt oder fällt. Hier ist das Objekt nicht nur nicht mehr real, sondern es entbehrt auch der Quantitätsbestimmung. Dieses äußerste Extrem wird nicht mehr als „Handel" bezeichnet, weil das Grundelement nur in eine bloße Qualitätsbestimmung aufgelöst ist. Wir haben also folgende Entwickelung: 1. Bestimmung des Objekts nach seiner Identität, darin ist Qantität und Qualität selbstredend enthalten; 2. Absehen von ersterem und nur Quant. und Qual.; dies im gewöhnlichen Lieferungsgeschäft und im börsenmäßigen Lieferungsgeschäft (auch im Kassageschäft) 3. nur Qualität; dies in der letztentwickelten Form.) Da das „reine D. G." zur Erreichung derselben Wirkung der besonderen Verabredung über den Ausschluß von Lieferung und Abnahme nicht bedarf, und man den ausdrücklichen Ausschluß nicht mehr verabredete, so sah sich die Rechtsprechung (wenn nicht auch die Gesetzgebung) veranlaßt, „das Geschäft mit Differenzabsicht" nach Analogie des reinen D. G. zu behandeln. Da aber jedes Handelsgeschäft in der Absicht des Handelnden gipfelt, die Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis zu gewinnen, so ist eine große Verwirrung und Verlegenheit darüber eingetreten, wie man diese beiden

„Absichten“ auseinanderhalten solle. Die Juristen sind darüber geteilter Ansicht, und die Rechtsprechung behandelt ganz analoge Fälle bald so bald so. Eine bessere Grundlage würde man erhalten, wenn man für den Begriff „Abschluß mit Differenzabsicht“ den Begriff einsetzen würde: Die (ausdrücklich oder stillschweigend) im Vertrag liegende Absicht auf Ausschluß der Lieferung oder Abnahme; also statt des zweideutigen Ausdruckes „Differenzabsicht“ den speziellen, den man auch wirklich meint: Absicht auf Ausschluß von Lieferung und Abnahme, (selbstverständlich im Sinne des Vertrages liegend; nicht etwa, wenn ein Kontrahent zu anderer Zeit für sich diese Absicht hegt). Dann würden sich diejenigen, welche jene Absicht außerhalb des gesetzlichen Schutzes gestellt wissen wollen, durch die Entgegnung, die Differenz wolle doch schließlich jeder, nicht mehr verwirren lassen, denn sie würden sofort einsehen: diese beiden Begriffe decken sich ja garnicht.

Eine zweite davon unabhängige Frage wäre die der Unterscheidbarkeit; denn hier hat der Richter sich die schwierige Frage zu beantworten: hat der den Differenzeinwand erhebende diese Absicht wirklich in den Vertrag legen wollen oder hat er sie nur außerhalb des Vertrages gehabt. Da aber dem den Einwand erhebenden das Gegenteil seiner Behauptung kaum bewiesen werden kann, so daß er stets den Vorteil auf seiner Seite hat, da ferner damit die Rechtsprechung — gegen ihren Willen — den Kontraktsbruch, ja sogar die Absicht des Kontraktsbruches beim Abschluß selbst, in Schutz nehmen würde, so folgt m. E. daraus, daß nur noch ausdrücklicher Ausschluß als „Einwand“ berücksichtigt wird.

Eine dritte, von den beiden vorigen ganz unabhängige, Frage wäre die, ob man überhaupt das reine Diff. G., den ausdrücklichen Ausschluß u. s. w. klaglos stellen will oder nicht, ob

man diese Art von Vertrag gesetzlich schützen will oder nicht. Diese Frage soll später einer Betrachtung unterzogen werden.

Die dritte Frage ist die Grundfrage, das „ob", das Ziel; dann käme die erste, die Frage nach dem „was"; dann die zweite, die Frage nach der Unterscheidbarkeit, der Erkennbarkeit des „was".

Dies also möchte ich hier betont haben, daß sich das „Differenzgeschäft" (das „reine", wie das dieser Form entbehrende) vom Termingeschäft unterscheidet: nicht durch die „Absicht, die Differenz zu gewinnen" sondern durch: die ausdrücklich oder stillschweigend aber wirklich in den Vertrag gelegte Bestimmung, daß effektive Erfüllung ausgeschlossen sein, also nur die Differenz zwischen (eigentlich Ein- und Verkaufspreis aber, wo Liquidationskurs besteht, zwischen) Kontraktpreis und Liquidationskurs reguliert werden soll. (Dadurch, daß nach der anderen Seite gleichfalls zwischen Kontraktpreis und Liquidationskurs reguliert wird, ergiebt sich für den Kontrahenten als Summe beider Regulierungen in der That jene Differenz zwischen Kaufs- und Verkaufspreis. Diese Ergänzung kann fehlen, unter welchen Bedingungen, soll sogleich gezeigt werden.)

«Einer muß doch einmal verkaufen, ohne gekauft zu haben, und schließlich muß doch ein letzter Käufer vorhanden sein, also effektive Erfüllung muß doch geschehen, wenn auch die Zwischenglieder der Reihe vom ersten Verkäufer bis zum letzten Käufer unter sich regulieren, also kann es eigentliche Differenzgeschäfte nicht geben.» So hat man geschlossen. Zunächst ist nicht einzusehen, warum nicht z. B. 5 Kontrahenten hintereinander, U. V. W. X. Y., reine Differenzgeschäfte abschließen können. Dazu wären aber folgende Bedingungen nötig: Es darf weder U. allein noch V. allein auf der anderen Seite mit Absicht auf Effektiv-

erfüllung abschließen; es müßte auch der „erste Verkäufer" mit dem „letzten Käufer" vertragsmäßig nur die Differenz regulieren; (wir hätten also schon vertragsmäßig einen Differenzring). Innerhalb dieses Ringes aber dürfte kein Geschäft mit effektiver Erfüllungsabsicht stehen. Da aber zunächst jeder Kontrahent nur seine beiden eigenen kennt, so müßte er sich ausdrücklich versichern lassen, daß der andere ein nach der anderen Seite hin quantitativ mindestens gleiches Differenzgeschäft abschließt. Außerdem könnte innerhalb jenes Ringes nur die kleinste Quantität und die anderen nur bis zur Höhe der kleinsten Quantität Objekt des D. G. sein. Aber da ja erst durch die Abrechnungsstelle die Reihe oder der Ring von U. bis Y. festgestellt wird, so müßten entweder sämtliche diese Quantität als lieferungspflichtig angeben oder sich verpflichten, sie nicht anzugeben, sonst könnte ja die Abrechnungsstelle dahin kommen, daß sie zwischen den gekauften und verkauften Quantitäten keine Gleichheit finden kann.[1]) Nun sind aber in Wirklichkeit die Quantitäten fast stets ungleich, die Reihen oft lang und die meisten Glieder derselben an mehreren Reihen beteiligt, welche von der Abrechnungsstelle natürlich zusammengezogen werden; so kann man sich vorstellen, was für große Schwierigkeiten damit verbunden sein würden, wenn wirkliche Differenzgeschäfte in größerer Anzahl abgeschlossen würden. Zwischen nur zwei Kontrahenten läßt sich das leicht ordnen, sie können schnell über die nothwendigen Bedingungen übereinkommen, aber im Prinzip muß für die sämtlichen Börsengeschäfte Absicht auf Effektiverfüllung präsumiert werden. In diesen Schwierigkeiten, aber weder in jenem nicht zutreffenden Schluß noch in mora-

1) Weil durch unvollständige Angaben das Abrechnungs- oder Skontrationsverfahren sehr gestört wird, so sind hohe Konventionalstrafen darauf gesetzt.

lischen noch in volkswirtschaftlichen Rücksichten dürfte der Grund liegen, weshalb an der Börse „das Differenzgeschäft" fast nie vorkommt[1]).

4. Abschnitt.

Die Prolongation.

(Report und Deport.)

Nehmen wir an, S. und T. schließen ein Termingeschäft ab über 30000 M. eines Staatspapieres (also mit fester Verzinsung), d. h. S. verpflichtet sich, dem T. von diesem Papier so viel zu liefern, daß es den Nominalwert von 30000 M. erreicht[2]). Er verkauft sie zum heutigen Ultimokurs von 88; T. will ihm also 26400 M. dafür geben; letzterer spekuliert à la hausse und will vor Ultimo wieder verkaufen. Abnehmen d. h. behalten will er die Effekten über Ultimo hinaus nicht[3]) — er kann oder will nicht 26000 M. wirklich auszahlen, sei es, daß er sie nicht hat

1) Auch die Besorgnis, durch den „Differenzeinwand" obendrein noch um den Gewinn gebracht zu werden und, da sie dieses Mittel nicht selbst gebrauchen mögen, nach der anderen Seite hin Schaden zu haben, spielt dabei keine Rolle; diese Art von Betrug findet sich unter Börsenhändlern nicht. — Die Konsequenz für das D. g. mit dem außerbörsenmäßigen Publikum werde ich in der Besprechung der „Reformfragen" ziehen. — Aus jenem Grunde schenke ich der Behauptung der mündlichen und schriftlichen Verteidiger der Börse, daß an der B. Diff.-Gesch. fast nie vorkommen, in der That Glauben.

2) Auf den Nom.-Wert des einzelnen Stückes kommt es dabei nicht an; es können 60 St. à 500 M. oder 30 Stück à 1000 M. u. s. w. sein, oder teils von diesen, teils von jenen Appoints. Auch Aktien können nach Betrag gehandelt werden; doch gewöhnlich nach Stück.

3) Doch verpflichtet er sich stillschweigend wirklich zur Annahme, wiewohl er beim Abschluß sich bewußt ist, daß er nicht abnehmen wird, aber dem S. gegenüber legt er, auch wenn er nicht nach Börsenusancen abschließt, diese seine Absicht nicht in den Vertrag selbst; für einen Börsenhändler muß dies a priori angenommen werden; hier würde sicherlich im Falle des Differenzeinwands jeder Richter für „gewollte Abnahme" präsumieren.

oder anderweitig verwenden will, oder so viel Kredit überhaupt nicht oder nur ziemlich teuer auftreiben kann. — (Das gewöhnliche Beispiel für die Prolongation ist: der Käufer hat falsch spekuliert oder ein störendes Ereignis, das er nicht voraussehen konnte, hat seine richtige Spekulation durchkreuzt; aber er hofft für den nächsten Monat auf ein Wiederanziehen der Kurse und will jetzt nicht mit Verlust kaufen u. s. w. — Um nun nicht dieses Beispiel zu wiederholen und um zu zeigen, wie auch ohne jene Gründe eine Engagementsverlängerung zweckmäßig sein kann, werde ich von einem anderen Falle ausgehen.) — In der That steigt der Kurs kurz vor Ultimo auf 90, aber T. erwartet im nächsten Monat ein weiteres Steigen; von diesem Steigen aber will er auch noch gewinnen. Das nächstliegende wäre, im letzten Augenblicke zu verkaufen und unmittelbar nach Beginn der Termingeschäfte für den neuen Ultimo diesen Betrag wieder zu kaufen. (Künstliche Pausen werden nicht gemacht; im Gegenteil, es kann — wohl in der Regel — in diesem Monat schon auf den übernächsten Ultimo gehandelt werden u. s. w.) Das wäre sogar das billigste, denn einmal kostet, wie wir sehen werden, die Engagementsverlängerung Geld, und dann erhält er seine 2% schon jetzt; sonst erst zusammen mit dem übrigen Gewinn am nächsten Ult. Aber wenn er jetzt zu 90 verkauft, so kann er die Effekten höchstwahrscheinlich nicht zu 90 per nächsten Ultimo kaufen. An sich liegt ja kein Grund vor, weshalb der Kurs für den nächsten Ult. höher stehen sollte, als der Kurs für diesen Ult. (nur ein wenig höher, weil ja dem Käufer das Geld noch einen Monat länger kreditiert wird, also um die Monatszinsen, vielleicht $\frac{1}{4}$% höher), aber wenn T. für nächsten Monat auf eine noch weitere Steigerung rechnete, so teilten — (da ich hier nicht die Ausnahme zu Grunde legen will, daß T. klüger

spekulierte als die anderen oder daß er fast allein im Besitz dieser Kenntnis war) — so teilten, wie gesagt, sicher eine große Anzahl anderer seine Meinung; dies mußte die Nachfrage per nächst. Ult. naturgemäß höher stellen als die Nachfrage noch für diesen Ult. Also wenn jetzt T. auch für 90 verkaufte, so konnte er per nächst. Ult. vielleicht überhaupt nicht unter 92 oder 93 einkaufen. Verdiente er jetzt 90—88, später vielleicht 95—92, so mußte er auf die Differenz 92—90 verzichten; er gewann also nur 5; prolongierte er aber, so verdiente er 95—88, also 7. (Sehen wir von diesem Abweichen der beiden Ult.-Kurse dess. Tages u. s. w. ab, so würde sich das oben genannte gewöhnliche Beispiel so gestalten: Z. hat zu 88 gekauft, müßte aber zu 85 verkaufen, verlöre also 3. Würde er nun prolong., in der Erwartung, dann zu 90 verkaufen zu können, so brauchte er ja garnicht zu prol., wenn er sofort zu 85 wiederkaufte. Dann hätte er jetzt 85—88, also —3, später 90—85, also +5; im ganzen +2. Prolongiert er, so hat er 90—88, also auch +2. Die doch immerhin Geld kostende Prol. würde für ihn also nur dann nötig sein, wenn er die jetzigen 3% Verlust nicht zahlen könnte. Aber mag man den Verlust auch größer wählen, eine derartige Zahlungsunfähigkeit oder Kreditmangel dürfte wohl nicht als Regel anzunehmen sein, und man müßte auch für jenes gewöhnliche Beispiel eine Abweichung der beiden Ult.-Kurse annehmen; schon deshalb: wenn Z. prol., weil der Kurs wahrscheinlich doch wieder über denjenigen steigt, zu dem er jetzt verkaufen müßte, vielleicht auch nur auf 86, warum sollten in der Regel die anderen nicht auch diese Vermutung haben, also nicht stärker nachfragen? Das außerbörsenmäßige Publ. freilich kommt im ganzen wohl erst später zur Nachfrage, aber die Börsenleute „eskomptieren" eine günstige Aussicht in der Regel doch gleichzeitig. Und soweit es

nicht geschieht, so soll doch T. in m. Bsp. ein Börsenhändler von mittlerer Güte an Intelligenz und Kapitalkraft sein, weder ein Börsenprophet noch einer, der mit seiner Weisheit regelmäßig zu spät kommt.) T. realisiert also seinen Gewinn von 2% nicht durch einen Verkauf, aber da mit ihm jene Reihe für diesen Ult. abschließt, so wird er Abnehmer, muß also bezahlen; von der Zahlung aus eigenen Mitteln oder vom gewöhnlichen Personalkredit oder außerbörsenmäßigen Realkredit wollten wir ja absehen; es bleibt ihm damit nur der Ausweg des „Börsenrealkredits", wie man dies nennen könnte, und zwar so: er leiht sich die nötige Summe, indem er die abzunehmenden Effekten dem Geldleiher für einen Monat hingiebt, mit der vertragsmäßigen Abmachung, daß er den gleichen Betrag von Effekten gegen Rückzahlung der gleichen Summe am nächst. Ult. zurückerhält. Er „giebt die Effekten herein", er ist der „Hereingeber", er giebt sie jenem „in Kost", als „Kostgeber"; der andere ist der „Hereinnehmer", Kostnehmer; T. überträgt sie jenem, er „reportiert" sie, ist also der „Reportierende", der andere ist der „Reporteur"; letzterer läßt sich von T. dafür eine Vergütung geben, den sogenannten „Report", eine Art Zins. Zu Grunde gelegt wird beim Prolongationsabschluß der Liqu.-Kurs, welcher zwei Tage vor Ult. auf $90\frac{1}{2}$ festgesetzt worden war. Damit hat T. diesmal sogar etwas mehr als seinen Gewinn bekommen, (wenn er verkauft hätte;) nächst. Ult. nimmt er die Effekten gegen diese Summe wieder ab; verkauft er nun, wie wir annahmen, zu 95, so realisiert er damit die übrigen $4\frac{1}{2}$% seines 7prozentigen Gewinnes. Der Report betrage diesmal $\frac{7}{8}$%. Diese zahlt T. jetzt oder legt sie später zu $90\frac{1}{2}$, nimmt die Effekten dann also zu $91\frac{3}{8}$ zurück. $\frac{7}{8}$% sind also seine Prolongationsspesen, $30000 \cdot \frac{0{,}875}{100} = 262\frac{1}{2}$ M.

Ob er am nächst. Ult. noch einmal reportieren wird, hängt ab: teils von seiner zukünftigen Ansicht über den Kursgang — vielleicht springt er in die Baisse über, vielleicht geht er überhaupt von diesem Papier ab – teils hängt es von der Höhe des Reports ab; jetzt gewinnt er immer noch $2-\frac{6}{8} = 1\frac{1}{8}$% mehr als wenn er verkauft und wiedergekauft hätte; stände jetzt der Report auf 2%, so würde er gewiß nicht prolongieren. Da der Report ein Zins ist, so unterliegt er denselben Faktoren betr. seiner Höhe wie der gewöhnliche Kapitalzins; natürlich wirken diese in verschiedener Weise[1]). Das Reportgeschäft ist also ein Realkreditgeschäft (Lombarddarlehen) oder ein Kauf mit vertragsmäßiger Berechtigung und Verpflichtung zum Rückkauf zu bestimmter Zeit gegen eine bestimmte Summe.

Die Erklärung des „Deport" mag an dieses Beispiel angeschlossen werden; hier läge es nun nahe, eine irrtümliche oder gestörte Spekulation zu Grunde zu legen, weil ja S. dem T. gegenübersteht, also: S. hat à la baisse spekuliert, aber mit oder ohne seine Schuld sich geirrt; er würde bei der Deckung verlieren; aber er rechnet auf Baisse im nächsten Monat und deshalb prolongiert er, oder wenn die Baisse dann noch nicht eintritt, oder wenn er im Falle ihres Eintretens auf ein noch weiteres Fallen der Kurse rechnet, prolongiert er abermals u. s. w. Gleichwohl will ich dieses Beispiel benutzen, um dabei noch eine besondere Art der Spekulation darzustellen, weil sie mir für die thatsächlichen Verhältnisse von Wichtigkeit zu sein scheint, während sie in den theoretischen Darstellungen meist nicht weiter erwähnt wird, denn sie entbehrt einer besonderen technischen Bezeichnung, ich meine: die Spekulation auf spätere Baisse, hervorgehend aus

---

1) Dies bedarf hier keiner Ausführung.

der Ansicht, daß die Kurse die reale Grundlage des Anlagewertes verlassen haben, und der Spekulationswert, welcher sich m. E. nur auf die Voraussetzung gründen kann, daß der Kurs noch steigt, daß also dieser Spekulationswert sobald die Hoffnung, es würden sich immer wieder Käufer finden, aufhört, auf seiner Höhe plötzlich umbricht und bis auf die Basis des Anlagewertes herabgehen kann. (Anders dürfte z. B. der plötzliche scheinbar „unmotivierte" Kurssturz vom 9. XI. u. 20. XII. vorigen Jahres (1895) nicht zu erklären sein.) Dem S., dem Gegenkontrahenten des T., erscheint dieses Steigen des Staatspapieres während der letzten Zeit unberechtigt. Man befindet sich jetzt in einer allgemeinen Hausse, bedingt durch Ruhe in der Politik und gute Lage der Industrie; neue industrielle Unternehmungen werden gegründet, aber man wird, wie gewöhnlich, in seinen Hoffnungen über den Höhepunkt hinausgehen, denn es ist unmöglich vorauszusehen, wann der Absatzmarkt nichts mehr aufnehmen wird, worauf dann plötzlich eine Absatzstockung eintritt. Vorläufig allerdings ist das Steigen der Aktien u. s. noch durch dieses Steigen des Absatzes begründet. Aber was hat das mit diesem unserem Staatspapier zu thun? Es ist ja ein festverzinsliches. Aber es steigt gewohnheitsmäßig mit den anderen, wenn auch langsamer. Und die Haussiers handeln auch garnicht unklug, wenn sie immer höhere Preise bieten, denn sie erwarten immer teurer verkaufen zu können, — und dies aus der Erfahrung, daß andere Haussiers wieder mehr bieten werden, so daß sie also doch mit Gewinn verkaufen; dies geht so lange fort, bis — auf irgend einen äußeren Anstoß hin — niemand mehr höher bietet. Dieses äußeren Anstoßes bedarf es indes kaum. Größere Kapitalbesitzer, welche kapitalkräftig und umsichtig genug sind, auf ein solches „Abbrechen der Spitze" zu spekulieren, führen eine Zeit lang

größere Verkäufe aus, aber in ruhigem Tempo, mit kleinen Intervallen, damit die Hausse nicht gestört wird; natürlich wird sie dadurch etwas abgeschwächt; dieser Vorbereitung bedarf es kaum, sie steigert aber den Gewinn. Dann, noch bevor man sich für diese Blankoverkäufe gedeckt hat, wirft man plötzlich große Verkaufsofferten auf den Markt, die Kurssteigerung stockt, ja der Kurs wird ein wenig gedrückt; das wiederholt man; dann ist plötzlich die allgemeine Ansicht da: die Hausse ist zu Ende. Aber was schadet das? Ja, wäre der Kurs noch auf die Anlage gegründet, so könnte er ja nicht fallen. Die Anlage-Hausse gründet sich auf den Zinsertrag der Effekten — (hierin kann man sich schon irren); aber die eigentliche Spekulations-Hausse gründet sich auf die Hoffnung, daß immer noch höhere Preise geboten werden. Jetzt bietet aber niemand höher; die letzten Käufer — bei einer solchen Hausse sind stets sehr viel kapitalschwache Leute beteiligt — können nicht bar bezahlen; sie haben ja auch nur gekauft, um zu verkaufen; verkaufen müssen sie auf jeden Fall, aber woher die Käufer nehmen? Nun, schließlich treten jene Baissiers als Käufer auf, die sich ja decken müssen. Wollen die Haussiers durchaus nicht herabgehen, so prolongieren jene, indem sie sich (in der nachher zu erörternden Weise) die an ihre früheren Käufer zu liefernden Effekten leihen. Leihen können sie dieselben allerdings nur von den Haussiers, welche sie ja gekauft haben und wenn sich diese zu gemeinsamem Handeln vereinigen könnten, würden sie dieselben den Baissiers entweder überhaupt nicht ausleihen oder nur gegen so hohe Entschädigung, daß sie dieser Kursdifferenz gleichkäme. Aber diese Haussiers sind in solchem Falle stets eine größere zusammenhangslose Zahl und können unmöglich gemeinsam vorgehen. Meist leisten sie überhaupt keinen Widerstand und verkaufen so schnell wie möglich,

um nicht noch mehr zu verlieren. Die klugen unter ihnen springen sofort in die Baisse um und verkaufen, um sich dann zu decken, wenn die anfangs Widerstand leistenden Haussiers doch endlich verkaufen. An dieser Deckung gewinnen sie wieder, zuweilen mehr als ihr voriger Verlust beträgt.[1]) — Dies war die Erwägung unseres S., als er jenes Staatspapier zu 88 verkaufte, wovon T. einen Teil, 30000 M., nahm. Decken wollte er sich später, wenn jene Baisse käme. Den Anlagewert schätzte er auf 75, d. h. der gewöhnliche Kapitalzins betrug zu dieser Zeit 4%, (man pflegte sein Kapital dafür anzulegen). Dieses Papier gab aber nur 3%. Zu 88 hatte er verkauft, zu 80 etwa hoffte er

1) Natürlich kommt auch ohne diese Baissemanöver bei übertriebener Hausse der Kursrückgang, wenn auch der Beginn nicht so stürmisch ist; doch fällt der Kurs dann auch schnell, weil so viele sofort in die Baisse umspringen, sodaß das Angebot sofort sehr stark wird. Während die übertriebene Hausse (hinterher) als Leichtsinn bezeichnet wird, würden jene Spekulationen von dem an der Hausse beteiligten od. nicht beteiligten Publikum „unsittlich" genannt werden, weil sie in bewußter Absicht geschehen; doch sind sie wohl kaum bekannt, weil man an der Ansicht, die Börse sei eine Anstalt für Glücksspieler, so gern festhält. Der Börsenmoralist dagegen würde darin gerechte Strafe für „sträflichen Leichtsinn" erblicken. Doch diese Äußerungen ändern nichts an der Thatsache, daß diese wie jene ihr persönliches Interesse verfolgen innerhalb des gesetzlich zulässigen. Und — wenn man überhaupt wirklich Änderung schaffen will, so kann hier Aufklärung fast nichts, Moral garnichts thun, sondern nur wirkliches Handeln, also: Gesetzgebung; man kann ja das „gesetzlich zulässige" ändern. Gleichwohl dürfte diese Ansicht nicht allgemeine Zustimmung finden. So sagt z. B. Aron, „Über Lieferungsgeschäfte u. kaufmännischen Schwindel", Berlin 1875 (in d. Sammlg. gemeinverst. Vorträge, herausgeg, v. Virchow u. Holtzendorff) S. 36 am Schluß seiner Abhandlung: „Wie bei fast allen Ausschreitungen auf wirthschaftl. Gebiet, halten wir auch „hier die Verbreitung wirtschaftlicher Bildung, wie Bildung überhaupt, für „das sichere Mittel, wenn auch nicht für vollständige Beseitigung, so doch für „Milderung derartiger Mißstände; aufhören werden sie nur dann, wenn jeder „Handeltreibende in sich die Überzeugung aufgenommen, daß er für die Erreichung seiner Zwecke nicht die Leidenschaften, sondern die in jedem Menschen „wohnenden sittlichen Kräfte in den Kampf zu führen hat."

sich später zu decken. Da er aber an diesem Ultimo doch liefern muß, so leiht er sich die Stücke gegen Geld; (das Geld erhält er von T. bezw. von dessen Reporteur). Wie T. sich Geld gegen Stücke leiht, so leiht sich S. Stücke gegen Geld. Der Zins, den er dafür zahlt, heißt Deport; (entsprechend jenem Report). Er ist der die Stücke hereinnehmende — (wiewohl dieser Ausdruck hier nicht so gebräuchlich ist) — der „deportierende" d. h. er nimmt sie von jenem weg. Die Vergütung selbst heißt, wie gesagt, Deport. Derjenige, von dem er die Effekten leiht, heißt der „Deporteur". Die Stücke sendet er dann an T., bezw. an dessen Reporteur. (Da das übrige dem Report analog ist, so bedarf es keiner weiteren Ausführung.) Da dem Deport gleichfalls der Liquidationskurs zu Grund gelegt wird, so muß S. diesmal 2°/0 zulegen. Dem Deporteur bleibt er also die Stücke schuldig, dafür hat jener das Geld. Da im nächsten Monat der Kurs noch nicht unter 88 fällt — (oben war angenommen, daß T. zu 95 verkauft) — so prolongiert S. abermals. Will ihm sein Deporteur die Effekten nicht weiter leihen, so leiht sich S. dieselben von einem andern Deporteur gegen Hingabe des Geldes, welches er von jenem zurückbekommt — nur etwas modifiziert durch den Liquidationskurs, und befriedigt mit diesen Effekten seinen alten Deporteur. Dem neuen bleibt er abermals die Stücke schuldig u. s. w. Schließlich deckt er sich zu 81½. Er gewinnt also 88 — 81½ = 6½, abzüglich der Summe der Deports für die Monate, während welcher er prolongiert. Kam die größere Baisse sehr spät, so betrugen unter Umständen die Deports mehr als jene Differenz.

Vielleicht hätte der Deporteur des S., der ihm die Stücke lieh, derjenige sein können, welcher sie von T. gegen das Geld hereingenommen hatte; er lieh dem S. diese Stücke bis nächsten

Ultimo; (eher konnte sie T. ja nicht zurückfordern). Aber wie oben festgestellt war, erhielt sie der Reporteur des T. ja erst vom Verkäufer S. — Also kann wohl der Reporteur zugleich Deporteur sein, aber natürlich nicht vom Gegenkontrahenten seines Hereingebers. Wenn wir aber hier den Fall vor uns haben, daß Verkäufer und Käufer beide prolongieren, so bedürfen sie gar keiner Mittelsperson; der Verkäufer betrachtet sich als Reporteur des Käufers, der Käufer als Deporteur des Verkäufers; oder der Verkäufer berechnet dem Käufer einen Report — und zwar höchstens den üblichen, sonst würde sich dieser einen besonderen Reporteur suchen — und entsprechend umgekehrt; d. h. sie rechnen Re- und Deport gegen einander auf. Nun wird aber auf Grund des Liqu.-Kurses prolongiert; dieser war $90\frac{1}{2}$. Abgeschlossen hatten sie zu 88. Oben erwähnte ich, daß T. sogar $\frac{1}{2}$% mehr von seinem Reporteur erhielt als er durch den Verkauf zu 90 bekommen hätte; ferner, daß S. seinem Deporteur $2\frac{1}{2}$ zulegen mußte. Hier giebt also S. die $2\frac{1}{2}$ dem T., welcher damit in der That $90\frac{1}{2}$ erhält. Das Engagement läuft weiter bis zum nächsten Ultimo, aber nunmehr natürlich auf der Grundlage von $90\frac{1}{2}$, denn T. bekommt natürlich die $2\frac{1}{2}$ nicht noch einmal; oder aber sie sehen vom jetzigen Liqu.-Kurs ab und legen auch weiterhin 88 zu Grunde; das kommt auf dasselbe hinaus; außerdem rechnen sie sich Report und Deport gegenseitig auf; den Ueberschuß erhält der andere. Diese ganz einfache Art von Prolongation dürfte in Wirklichkeit hauptsächlich wohl folgende Anwendung finden: Das Abrechnungsbureau hat ausgerechnet, daß F. so und so viel von diesem Effekt an G. zu liefern hat. Wie aus jenem Schema des 2. Abschn. zu ersehen ist, rechnen sich beide mit ihrem Kontrahenten ab, und im übrigen zahlt G. (dort E.) an F. (dort A.) die Liqu.-Summe; d. h. wenn der

Liqu.-Kurs 214 ist, und F. hat dem G. 120 Stück der und der Aktie zu 1500 M. zu liefern, so hat ihm G. dafür $120 \cdot 1500 \cdot \frac{214}{100} = 375200$ M. zu zahlen. Es erfahren dies beide erst durch das Skontrationsbureau. Die Zahlsumme sowie der Gesammtbetrag der Stück ist ihnen aus den einzelnen Abschlüssen bereits bekannt, aber nicht, wieviel an wieviel und an welche Personen sie zu übertragen haben. Will oder muß nun einer von beiden die ganze oder teilweise Effektiverfüllung aufschieben, so kann er, anstatt sich die Stücke von einem Deporteur oder das Geld von einem Reporteur durch Hingabe des empfangenen zu leihen, einfach dem anderen den Deport oder Report zahlen, falls dieser nicht auf sofortiger Erfüllung besteht. Häufig wird beiden Teilen eine Hinausschiebung angenehm sein, da sie sich die Erfüllung dann gänzlich sparen können, indem der eine die zu erwartenden Effekten unterdes schon verkauft, und der andere das Geld bereits im Terminkauf oder sonstwie anlegt. Dann rechnen sie sich Re- und Deport gegenseitig auf. Die Notwendigkeit eines Teiles, auf sofortiger effektiver Erfüllung bestehen zu müssen, dürfte — im Gegensatz zum Warenterminhandel — im Eff. T. H. äußerst selten sein. Ist dagegen der eine Teil, weil er sofort das Kapital oder die Stücke zur Verfügung hat, günstig situiert, während dem anderen Teil sofortige Erfüllung kaum möglich ist, so kann besonders der Deport bei dem hier zu Grunde gelegten hohen Gesammtbetrag ein äußerst hoher sein, so daß der eine zur sofortigen Erfüllung bereite Teil, einen großen Gewinn davon hat[1]).

1) Auch hieran dürfte man erkennen, daß die Börse kein „staatlich konzessionirtes Monaco" ist, wie man so oder ähnlich auch in ernstgemeinten Schriften häufig lesen kann, oder eine Betrugshölle, sondern eine Einrichtung,

5. Abschnitt.

Das Prämiengeschäft und seine Modifikationen.

Da es öfters vorkommt, daß der Kurs eine der Meinung und der daraufgegründeten Spekulation entgegengesetzte Richtung einschlägt, so greifen die Spekulierenden, um sich gegen größere Verluste zu schützen, zuweilen zu dem Hülfsmittel, sich gegen Zahlung einer gewissen Summe, der sogen. Prämie, das Recht des Rücktritts vom Terminabschluß zu sichern. Jene Summe, die ihnen allerdings bei günstigem Spekulationsausgang von ihrem Gewinne abgeht, ist für sie eine Risikoversicherung gegen den Verlust, (daher die Bezeichnung „Prämie", der sogen. Prämie bei der gewöhnlichen Versicherung entnommen). Genötigt ist der Prämienzahler zur Zahlung der Prämie durch das Interesse seines Kontrahenten, denn dieser verzichtet damit für den Fall, daß jener zurücktritt, auf seinen Gewinn; dafür will er sich von vorn herein eine Entschädigung sichern; natürlich bedingt er sich dieselbe auch für den Fall aus, daß jener nicht zurücktritt, denn sonst würde jener ja stets nur Prämiengeschäfte abschließen, er selbst aber nur Prämiengewinne, niemals Spekulationsgewinne, dagegen öfters Spekulationsverluste haben. Gleichwohl wird er zuweilen auch auf derartige Prämienabschlüsse eingehen, nämlich wenn er sicher annehmen kann, daß für den anderen Kontrahenten die Spekulation ungünstig sein wird.

---

durch welche das Großkapital, vereinigt mit guter kaufmännischer Intelligenz, seine Macht am weitesten entfalten kann. — Die Leute suchen umher, bald ist es Hazard, bald Betrug, bald wieder doch wenigstens in der Hauptsache Glück, was jene ihnen so unerwünschten Wirkungen erklären soll, aber vor dieser Erklärung hier haben sie eine uneingestandene Scheu, denn seitdem jene am anderen Ende so laut gegen den „Kapitalismus" rufen, sind sie — in der Mitte — in diesem Punkte ziemlich empfindlich geworden. Und „die Mitte" ist es naturgemäß, welche der öffentlichen Meinung — auch der wissenschaftlichen Auffassungsweise — ihr Gepräge aufdrückt.

(Da die Teilnahme des „der Börse fernstehenden Publikums“ bekanntlich eine sehr wesentliche „Börsenfrage“ ist, und da diese Teilnahme wohl zum größten Teil durch Vermittlung des Kommissionärs geschieht, so mag mit dem folgenden Beispiel zugleich darauf Bezug genommen werden, wie diese Vermittlung vor sich geht. Zu Grunde mag gelegt werden ein Fall, wie er sich nach der Behauptung der einen sehr häufig, nach der der andern fast niemals findet, die Beteiligung am Termingeschäft bei ziemlich geringem Kapitalbesitz. Verbinden will ich diesen Fall mit der Darstellung des Prämiengeschäfts, weil diese Verbindung sehr nahe liegt. Ein Extrem stelle ich nicht dar, denn im extremsten Falle wird auch ohne jeden Kapitalbesitz spekuliert.)

K. besitzt 3000 M. Da ihm die 90 bis 120 M. jährlicher Zinsen nicht genügen, er aber auch nicht in der Lage ist, durch kaufmännische Verwendung oder sonstwie diesen Betrag besser zu verwerten, so beschließt er diese Summe in einem Börsengeschäft anzulegen; ist der Gewinn im einzelnen Falle vielleicht auch nicht groß, so kann er sein Kapital doch so und so oft im Jahr in dieser Weise verwenden. Wo neben Kassahandel auch Terminhandel besteht, eignet sich letzterer etwas besser dazu. Für ersteren müßte er sich bei größerem Umfang der Spekulation außerbörsenmäßigen Kredit verschaffen, für letzteren dagegen hat er schon im Termingeschäft selbst einen kurzen Kredit; nicht auf jeden Fall, denn möglicherweise findet er keinen Kontrahenten, aber leichter ist es doch, namentlich wenn er in größerem Umfange spekulieren will. Zwar bezeichnen seine Bekannten die letztere Art von Spekulation als eine unreellere, aber das stört ihn nicht weiter, er berechnet, daß er mit einem Terminabschluß weiter kommt. Da er an der Börse nicht bekannt genug ist, um einen Kontrahenten zu finden, und da er auch nicht in allem Bescheid weiß, so wendet

er sich an einen Kommissionär. Vielleicht hat er sich bereits ein Papier ausgesucht, oder er überläßt es dem Kommissionär, welchem er seine einfache Absicht klarlegt. (Das Interesse des Kommissionärs sei in unserem Falle die Provision, die er dabei verdient.) Da K. sein Kapital nicht anlegen, sondern damit spekulieren will, so rät ihm der Kommissionär zu einem nicht zu unsicheren Spekulationspapier, weil mit diesem K. seine Absicht, am Verkauf möglichst viel zu gewinnen, besser erreicht. Da der Minimalbetrag derjenigen Aktie à 1000 M., zu der ihm der Kommissionär schließlich rät, 50 St. oder ein vielfaches (im Terminhandel) beträgt, und da sich ein gemeinsames Spekulieren mit einem anderen äußerst schwer machen läßt, auch den Gewinn vermindern würde, so schlägt er ihm vor, 50 Stück davon zu kaufen, zum jetzigen Kurs von 181; also $50 \,.\, 1000 \,.\, \frac{181}{100} = 90500$ M. Trotz der großen Summe, in welcher K. handelt, braucht er doch kein entsprechendes Kapital; zu bezahlen braucht er vor Ultimo zunächst keinesfalls; und im Notfall läßt sich das Papier ja zuletzt immer noch verkaufen; mehr als die Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis kann K. keinesfalls verlieren. Und will sich, was garnicht anzunehmen ist, durchaus kein Kontrahent finden, und besteht sein Lieferant durchaus auf der Abnahme, so muß der sich eben durch die Zwangsversteigerung schadlos zu halten suchen; den Ausfall dabei muß ihm dann K. aus seinem Vermögen zulegen, so weit es eben reicht. «Papiere, welche ewig steigen, giebt es natürlich nicht», sagt ihm der Kommissionär, «sonst würde ja alle Welt immerfort zukaufen.» Also rechnen muß der Kommissionär immerhin mit der Möglichkeit des Verlustes, und da er „im eigenen Namen" abschließt, so wird man sich gesetzlich an ihn halten, auch wenn er von seinem Kommittenten

keinen Ersatz mehr erhalten kann. Nun traut er zwar dem K. zu, daß dieser ihm bis zur Höhe von 3000 M. gut stehen wird, (in diesem Falle also bis zu 6%, d. i. 50 . 1000 . $\frac{6}{100}$ = 3000, also bis zu einem Kursrückgang auf 181 — 6 = 175%), aber er hat es sich zum Grundsatz gemacht, stets wenigstens einen geringen Einschuß zu verlangen, denn hier und da kann er doch einmal im Stich gelassen werden; außerdem hat er an der Summe der Einschüsse immerhin einen guten Barvorrat, welcher ihm über eine plötzliche Notlage etwas hinweghelfen kann; denn mit einer gewissen Summe von Einschuß (Einschußdepots, welche von den Depots zur Aufbewahrung besser unterschieden werden und deshalb andere Rechte und Pflichten begründen sollten als letztere) kann er bei normalem Geschäftsgang immer rechnen. Zunächst läßt er sich von K. 1500 M., also bis 3%, geben. Sinkt der Kurs unter 178, so fordert er Nachschuß; fällt er auf 175, und der Kommissionär kann auf ein weiteres Fallen rechnen, so ist dieser gesetzlich berechtigt, das Papier an der Börse zu verkaufen; erhält er auch nicht mehr 175, so wird er in diesem Falle sich nicht einmal mehr an K. schadlos halten können, falls K. außer seinen 3000 M. absolut nichts mehr geben kann und eine Pfändung vielleicht so ziemlich fruchtlos ausfallen würde. Darum wird der Kommissionär vorsichtig sein und sich von K. schriftlich bescheinigen lassen, daß das Ein- resp. Nachschußdepot immer etwas höher sein muß, als der Kursrückgang. Der Einfachheit halber und um nicht bei seinen Kommittenten den Anschein zu erwecken, als sollte in dieser Bescheinigungsforderung ein persönliches Mistrauensvotum liegen, hat er gedruckte „Geschäftsbedingungen,“ die er jedesmal, wenn er ein Engagement eingeht, erst unterschreiben läßt. Im Einzelfalle verkauft er dann wohl

auch nicht, er wartet auf ein Wiederanziehen des Kurses und gewährt seinem Kommittenten auch ungedeckten Kredit, auch schon, um sich seine Kunden zu erhalten, (wenn er den Kunden „exekutiert“, so ist dieser in der Regel schon deshalb für ihn verloren, weil er nicht mehr wird spekulieren können), aber im Prinzip muß er genau sein und jene Geschäftspraxis einhalten.

Aber um nun für K. bei seinen 3000 M. das Risiko zu beschränken, rät ihm der Kommissionär, ein Prämiengeschäft abzuschließen; das ist nicht in allen Papieren üblich, in diesem aber ist es nicht so schwer zu erreichen; mit Rücksicht darauf hat es der Kommissionär schon ausgesucht; zur Not geht es auch in anderen, aber dann wird die Prämie höher. Die Prämie betrage nur 1 %. Sie heißt beim Kauf „Vorprämie“, (beim Verkauf „Rückprämie“); K. ist der „Prämiengeber“, er giebt, zahlt die Prämie dem „Prämiennehmer“, der sie von jenem nimmt. Fällt der Kurs und weder K. noch sein Kommissionär können oder wollen wieder auf Steigen rechnen, so tritt K. vom Abschluß zurück und verliert nur die Prämie, (hier 1 % von 50000 M. = 500 M.; soviel läßt sich der Kommissionär nur Einschuß geben). Bis vielleicht 3 Tage vor Ultimo muß sich K. entscheiden, „sich erklären“, ob er „halten“ oder die Prämie „verfallen lassen“ will. Nehmen wir an, K. verkauft zu $181\frac{3}{4}$, so hat er $1\frac{3}{4}$ %, abzüglich der Prämie aber $\frac{3}{4}$ % gewonnen, also 375 M., abzüglich der Provision für den Kommissionär und der sonstigen Spesen; gewinnen konnte er mehr, verlieren nur 500 M., zuzüglich der Provision u. s. w. — „Wahlberechtigt“ war also nur K.; derjenige, von welchem der Kommissionär gekauft hatte, konnte nicht zurücktreten. In der Regel liegt die Prämie schon im Kurs. K. kauft also gleich zu 181. (Nach Berliner Usance 181/1 bezeichnet.) Ohne Prämie würde er zu 180 abgeschlossen haben.

(Über den „Selbsteintritt“ des Kommissionärs später.)

Ein Beispiel für Rückprämie bei Spekulation mit begündeter Unsicherheit ist folgendes: L. verkauft nach Monatsbeginn blanko einen Betrag einer bestimmten Eisenbahnaktie; sie hat einen guten Kurs; die Bahn veröffentlicht Mitte jedes Monats eine Bilanz des vorigen Monats. Da sich L. um die Verhältnisse der Papiere, mit denen er sich befaßt, zu kümmern pflegt, so hat er davon Notiz genommen, daß in der Nähe dieser Bahn eine andere gebaut worden ist, welche die Rentabilität der alten vielleicht dauernd vermindern dürfte. Besonders klar liegt die Sache bis jetzt allerdings nicht; die neue Bahn ist erst im vorigen Monat eröffnet worden, der Monatsausweis über die Bilanz der alten ist noch nicht erschienen; er wird erst klarstellen, ob sie mit der neuen ungeschmälert konkurrieren kann oder ob ihr Ertrag — und dann wohl dauernd — dadurch geringer wird.

Hier haben wir also eine Spekulation nicht auf den Spekulationswert, sondern eine Spekulation auf den Spekulationspreis des Anlagewertes. (Jener E. im Bsp. des 1. Abschn. dagegen spekulierte auf den Anlagewert selbst. Dies sind m. E. drei verschiedene Arten von Spekulation, die bis jetzt nirgends unterschieden zu werden scheinen: Es kann berücksichtigt werden: 1. die Anlage, der Ertrag selbst; 2. der höhere oder niedrigere Preis, den man durch die Veränderung des Ertrages beim Kauf oder Verkauf erwarten kann; 3. derjenige Preis, welchen der nächste Käufer bieten wird, weil er hofft, es noch teurer verkaufen zu können bezw. umgekehrt. Letzteres ist die „Spekulation“ im engsten Sinne des Wortes; sie fußt nicht mehr auf der Anlage. — Gruppieren lassen sich diese drei Fälle so: 1. und 2. fußt auf der Meinung über die Anlage. 2. und 3. auf der Meinung über den Veräußerungspreis. 1. findet sich dann allein,

wenn der Anlage suchende Käufer zunächst garnicht an den Fall des Wiederveräußerns denkt. 3. bei übertriebener Hausse sowie bei der dieser entsprechenden Baisse; aber auch im übrigen. 2. ist eine Vereinigung von 1. und 3.; doch so, daß das bei 1. wegbleibende Moment von 3. her dazukommt.) —

Um aber diese Bilanz spekulativ ausnutzen, „eskomptieren" zu können, muß L. vor Veröffentlichung derselben verkaufen, denn nachher wird kein Käufer mehr den jetzigen Preis geben, weil ja der Anlagewert klar vorliegt und außerdem die allgemeine Aufmerksamkeit darauf gerichtet ist. Jetzt ist das nicht in dieser Weise der Fall, denn bei wenig eingehender Betrachtung kann, wie gesagt, der Ertragsrückgang kaum vermutet werden. Die Sache ist eben garnicht so sicher, und deshalb ist L. vorsichtig genug, sich den Rücktritt zu sichern, falls die neue Bilanz doch nicht den zu erwartenden Rückgang im Ertrage aufweist. Da er sich den Rückzug deckt, so verkauft er einen hohen Betrag von 100000 M. zu 126 mit 2% Rückprämie. (Er verkauft nach Berliner Usance mit 124; 124/2; aber um den Fall nicht zu verwirren, mag angenommen werden, daß die Prämie erst nachher eingerechnet wird.) — (Natürlich fällt dieser Verkauf auf; man wird sich oder den L. nach den Gründen fragen und kein Käufer wird noch 126 geben wollen, wenn L. einen solchen Betrag verkauft. Denn der Käufer muß sich doch sagen, daß L. nicht zu seinem Vergnügen verkauft; wenn er sich später billiger zu decken gedenkt, wie kann dann er, der Käufer, noch auf Hausse kaufen?! L. wird deshalb sagen, oder um die Käufer nicht stutzig zu machen, wird er vorher viel davon sprechen, er habe einen großen Posten auf Lager oder im vorigen Monat u. s. w. gekauft und prolongiert; jetzt wolle er doch verkaufen, auf große Steigerung rechne er nicht mehr; kurz: er wird es vermeiden,

merken zu lassen, daß er blanko verkauft, also wirklich à la baisse spekuliert[1].)

Fällt der Kurs in der zweiten Hälfte des Monats, so gewinnt L. an jedem % unter 124. Fällt er nur auf 124 und rechnet L. auf keinen weiteren Rückgang, so deckt er sich ohne Gewinn und Verlust. Bei 126 ist es dasselbe, ob er sich mit 2% Verlust deckt oder die Prämie verfallen läßt. Gleichwohl wird er wegen der Deckungsspesen letzteres vorziehen. Steht der Kurs über 126, so wird er zurücktreten. Zwischen 124 und fast 126 deckt er sich mit einem Verlust von 0 bis fast 2%.

Die „modificierten" Prämiengeschäfte sind für den Terminhandel nicht von der Bedeutung wie die vorerwähnten Abschlußarten. Es bedienen sich ihrer in der Regel wohl fast nur die direkt mit der Börse in Verbindung Stehenden und mit den Einzelheiten Vertrauten, doch wohl nur selten das der Börse ferner stehende „Publikum". Sie sind, genauer betrachtet, nur Kombinationen der einfachen Prämiengeschäfte oder dieser mit gewöhnlichen Termingeschäften und gehören sämtlich in das Gebiet der „Spekulationskombinationen". Diese Bezeichnung verdienen m. E. auch diejenigen Spekulationen, welche sich mit mehreren Effektenarten befassen, von der Erwägung ausgehend,

---

1) Ich sehe mich durch nichts veranlaßt, anzunehmen, daß die Kniffe des gewöhnlichen Geschäftslebens und des gewöhnlichen Lebens überhaupt an der Börse plötzlich nicht mehr angewendet werden. Wenn man im Laden eine Sache zu 1 M. kauft und man meint, das sei doch zu teuer, so lügt der Verkäufer oft genug: das hat mich 90 Pf. gekostet, während es nur 80 Pf. sind; und viele ähnliche Fälle im sonstigen Leben. Warum soll es an der Börse anders sein?! Oder sollte ich L.'s Käufer, M. als einen solchen darstellen, der gedankenlos darauf loskauft? Ich glaube, daß derartige Gedankenlosigkeit an der Börse seltner vorkommt als jener Kniff; und ich will, wie gesagt, typisches darstellen. An der Börse lacht man über solche kleine Lügen, aber der Theoretiker soll naiv bleiben!

daß, wenn irgend eine Ursache auf dieses Papier so wirkt, sie auf jenes Papier in der und der Weise anders wirken muß, wenn nicht in umgekehrter Richtung, so doch mit einem ganz bestimmten, wenn auch im Einzelfalle vorher nicht genau berechenbaren, quantitativen Unterschied. Zu diesen Spekulationskombinationen gehören auch die kombinierten Prämiengeschäfte. Einige derselben haben besondere Namen erhalten und deshalb wohl werden sie in den Lehrbüchern u. s. w. mit den vorerwähnten Abschlußarten parallel behandelt, aber besondere Namen führen sie doch wohl nur deshalb, weil die Kombinationen einfacher, enger und deshalb die Arten häufiger zusammen stehen; daher ist eine besondere technische Bezeichnung für diese geeignet, um so mehr, als dadurch die Schnelligkeit des Abschlusses bedeutend erleichtert und umständliche Verhandlungen zwischen den Kontrahenten erspart werden. Aber dieser Umstand berechtigt nicht, ihnen deshalb eine größere Bedeutung beizulegen als den Kombinationen ohne besondere Bezeichnung. Um aber die technischen Ausdrücke zu erläutern, sollen sie hier besprochen werden. Aus diesen Gründen aber glaube ich die bisherige Darstellungsweise (mit Berücksichtigung der zu Grunde liegenden intellektuellen Vorgänge) hier aufgeben zu können, um so mehr, als wesentlich neue Arten des spekulativen Denkens hier nicht mehr hinzukommen, — und wollte ich in der bisherigen Weise fortfahren, so würde ich überaus komplicierte Erwägungen zum Ausgang nehmen müssen.

Die Einzelheiten sind folgende: das „Stellgeschäft", die „Stellage". Bsp.: Zwei Kontrahenten, V. und W., verabreden, daß am Ult. V. dem W. einen bestimmten Nominalbetrag eines bestimmten Effekts entweder zu 110 liefert oder zu 114 abnimmt. Steht der Kurs am Erklärungstag — oder V. kann natürlich seine Entschließung für sich auch vorher auf Grund irgend eines

Kurses fassen und sich zu diesem decken oder verkaufen — unter 110, so wird sich V. decken und zu 110 liefern; dann gewinnt er die Differenz zwischen 110 und dem Deckungspreis (=kurs). Wenn über 114, so verkauft er das, was er dem W. zu 114 abnehmen wird, und gewinnt die Diff. zw. 114 und dem Verkaufspreis. Zwischen 110 und 114 verliert er, und zwar wird er, wenn der Kurs zwischen 110 und 112 steht, sich lieber decken, wobei er also 0 bis 2 verliert, und zw. 112 und 114 lieber verkaufen, wobei er ebenfalls 0 bis 2 einbüßt; (umgekehrt würde er 4 bis 2 verlieren). V. spekuliert auf ein Schwanken des Kurses entweder unter 110 oder über 114, W. umgekehrt auf ein Bleiben desselben zw. 110 und 114; z. B. wenn V. bei 111 deckt, um ihm zu 110 zu liefern, so verkauft W. zu 111, gewinnt also 1 %. Freilich haben wir auch hier wiederum nicht jenes mechanische „was der eine Kontrahent verliert, gewinnt der andere", sondern V. kann sich inzwischen zu 108 gedeckt haben, und am Erklärungstag steht der Kurs auf 109½. Dann hat sich V. mit 2 % Gewinn gedeckt, und W. verliert, wenn er sogleich verkauft (oder bereits verkauft hat), ½ %. — Das Stellgeschäft ist eine Kombination eines Vor- und Rückprämienabschlusses mit demselben Kontrahenten auf der Basis des Kurses in der Mitte, hier also 112. Denkbar ist es aber auch, daß der Kurs des Abschlußtages 107 gewesen war, aber dergleichen dürfte fast nie vorkommen, denn dann müßte ja W. auf ein Steigen des Kurses am Erklärungstag auf 110 bis 114, aber nur innerhalb dieser Grenzen, rechnen; aber dann würde er doch lieber gleich zu 107 kaufen, — und selbst wenn mit Vorprämie, so doch immer noch günstiger. V. also kauft sich die „Stellage", auch „das Stellgeld" (Siegfr. Saling a. a. O. S. 139). W. „hält ihm still", er ist der „Stillhalter". 114 bis 110 ist die „Spannung". —

Dasselbe Resultat würde erreicht, wenn V. dem W. die halbe Spannung, 2, (also die Prämie) bezahlt und dafür das Recht erhält, zu 112 zu liefern oder abzunehmen.[1])

Beim „Nochgeschäft" ist der Verkäufer berechtigt, den Betrag noch ein- oder mehrmals (nach Verabredung) zu liefern oder auch, wenn der Käufer „Prämiengeber" ist, dieser, mehrmals zu fordern. Die Prämie liegt in dem für den Prämiennehmer günstigeren Kurs, zu welchem das Nochgeschäft abgeschlossen wird, also: in der Differenz zwischen diesem und dem gewöhnlichen Ultimokurs. Verpflichtung liegt nur vor für einfache Abnahme oder Lieferung; wir haben hier also eine Kombination eines einfachen Terminabschlusses mit einem so und so viel mal größeren Prämienabschluß, aber beides auf der Basis des Prämienkurses.

(Nach Siegfried—Saling a. a. O. S. 140 und 141 ist das „Nochgeschäft" in Berlin und der „Schluß auf fest und offen" in Frankfurt a. M. dasselbe. Dagegen stellt es Gareis, das deutsche Handelsrecht, 2. Aufl., Berlin und Leipzig 1884, S. 358 so dar: der eine Kontrahent hat das Recht, am Erklärungstag von einem gewissen Teil der Erfüllung zurückzutreten. Nur der Form nach ist dies vom „Nochgeschäft" unterschieden. Bei letzterem bildet der zu liefernde oder abzunehmende Minimalbetrag, beim „Schluß auf fest und offen" der Maximalbetrag die Grundlage.)

Beim „Wandel- oder Eskomptegeschäft" erhält der eine Kontrahent das Recht, schon in einer bestimmten Frist vor Ultimo

---

1) Nach Siegfried-Saling a. a. O. S. 139 bedienen sich in Berlin dieser Operation auch die Prämienmakler, um — was hier nicht erläutert werden kann — kleinere Posten oder Teile von größeren — welche zufällig nicht anzubringen sind, vorläufig zu übernehmen, aber dabei kein Risiko zu tragen.

die Erfüllung zu verlangen. Hier wird also der „Termin" des Termingeschäfts modifiziert.

Beim „zweischneidigen Prämiengeschäft" hat (nach Gareis a. a. O. S. 358) der eine Kontrahent die Wahl, ob er als Käufer abnehmen oder als Verkäufer liefern oder ganz zurücktreten will.

Unter den Prämienkombinationen mit mehr als einem Kontrahenten führt einen besonderen Namen nur das „Zweiprämiengeschäft". Man kauft und verkauft denselben Betrag, behält sich aber für beide Fälle das Rücktrittsrecht vor. (Also: Stellage mit Verteilung auf zwei Kontrahenten s. oben V.) Oder man gesteht beiden das Rücktrittsrecht zu; dann spekulirt man darauf, daß der Kurs am Erklärungstag nicht über die „Spannung" hinausgeht; der eine Kontrahent wird voraussichtlich zurücktreten, vom anderen wird man zu eigenem Nutzen Erfüllung erhalten. (s. oben W.)

Diese Spekulationen mögen in dieser Weise — außerhalb des realen Zusammenhangs betrachtet — ein „aleatorisches" Gesicht zeigen, aber in Wirklichkeit beruhen sie auf noch komplizierteren Denkoperationen als die einfachen Spekulationen[1]). Freilich mag zuweilen die Fähigkeit oder die Neigung zu diesem schwierigeren Nachdenken fehlen, und lieber gespielt werden; aber das dürfte doch nur Ausnahme sein[2]).

1) Von „berechtigt" und „unberechtigt" ist hier nicht die Rede. Es ist sehr einfach, aber auch sehr oberflächlich, jedes Spiel „unberechtigt" und jede Handlung auf Grund angestrengten Denkens „berechtigt" zu nennen. — Auch „volkswirtschaftlich nützlich" und „berechtigt" gleichzusetzen, wird nicht möglich sein, wie ich im 3. Teile zu zeigen gedenke.

2) Über Prämiengeschäfte u. s. w.:
Siegfried-Saling a. a. O. S. 130—142.
Grünhut in Endemann's H. R. a. a. O. S. 18—28. Forts. s. f. S.

6. Abschnitt.

Die Kursfeststellung.

Der Preis beruht in der modernen Wirtschaftsverfassung, wie bereits erwähnt, im großen und ganzen auf der freien Vereinbarung; beim Börsenpreis oder Kurs ist dies ganz besonders der Fall. (Die untere Grenze des Preises bestimmt sich durch die Herstellungs- bzw. Erwerbskosten sowie durch die Dringlichkeit des Verkaufsbedürfnisses, die obere Grenze ist bedingt durch die Brauchbarkeit für den Käufer sowie durch die Dringlichkeit seines Bedürfnisses gerade für dieses Objekt, hier also gerade für dieses Papier.) Von den verschiedenen Preisen oder Kursen eines Effekts wird einer als „der Kurs" herausgesucht und schriftlich aufgezeichnet.

Die besonderen Arten, wie dieser Kurs herausgesucht, festgestellt und aufgezeichnet, „notiert" wird, sind an den einzelnen Börsen verschieden; ebenso kann wieder für den Kassa-Kurs und für den Termin-Kurs oder Ultimo-Kurs (auch Medio-Kurs) an derselben Börse eine verschiedene Art der „Ermittlung" bestehen. Eine für Kassa- oder Terminabschlüsse ausschließliche Art der Kursfeststellung giebt es nicht. Aus diesem Grunde, und besonders deshalb, weil man neuerdings häufig vorgeschlagen hat,

---

Gareis a. a. O. S. 356—361.
Thöl, Handelsrecht. 3. Aufl. Göttingen 1854. S. 388—404.
Ladenburg, Die Börsengeschäfte, in Goldschmidt's Ztschrft. f. d. ges. H. R. 3. Bd. Erlangen 1860. S. 424—437.
Brinckmann, Handelsrecht. Heidelberg 1853—60. S. 363—366.
Für Waren-Terminhandel: Fuchs a. a. O. S. 11.

Ferner im allgem. über Spekulation und Realisierung: Thöl a. a. O. S. 378—387, sowie über Kombinationen: „Die Börse . . . .; auf Grund- „lage von Proudhon's Manuel du Speculateur de la Bourse für deutsche „Leser frei bearbeitet. Zürich 1857. S. 64—69 (mit Angabe von Beispielen).

diese Kursermittlungsmethode durch jene oder irgend eine andere zu ersetzen, kann im folgenden zwischen Kassa- und Terminkursfeststellung nicht unterschieden werden.

An sich kann der Kurs (wie der Preis) fortgesetzt wechseln, weil sich Angebot und Nachfrage fortgesetzt ändern können. (Auch auf dem gewöhnlichen Wochenmarkt wird der Preis, wenn eine große Kundschaft zur Stelle ist, dadurch etwas höher, und am Ende der Marktzeit gewöhnlich etwas billiger, besonders wenn noch recht viel Ware vorhanden ist. Aber während auf dem Markt oder auch im Laden die Ware vom Käufer in der Regel deshalb begehrt wird, weil er sie für sich verbrauchen will), dürfte sich der Börsenpreis vom gewöhnlichen besonders dadurch unterscheiden, daß beim ersteren der „Zwischenhandel" eine viel größere Rolle spielt, als bei letzterem, und wenn auch schließlich irgend jemand die Ware, (beim Effekt die Zinsen) für sich verbrauchen will, so kauft doch — besonders im Effektenhandel — der wohl weitaus größere Teil der Käufer nur, um wieder zu verkaufen. (Dieser so vielen Leuten unangenehmen, aber dadurch doch nicht veränderten, Thatsache sind die früheren Beispiele angepaßt.) Da aus diesem Grunde und wegen der so großen Beweglichkeit von Angebot und Nachfrage der Börsenpreis ein schnell wechselnder ist, so ist die schriftliche Fixierung eines bestimmten (im Prinzip des „durchschnittlichen") Kurses besonders erwünscht, da diese Kenntnis für den zukünftigen Verkäufer und Käufer, besonders für den der Börse selbst fernstehenden zum Ausgangspunkt dienen muß.

Zu diesem Behuf muß in erster Linie eine begrenzte Zeit festgestellt werden. Als Zeit pflegt man im Maximum die Börsenzeit eines Tages zu Grunde zu legen, d. h. diejenigen Stunden dieses Tages, während deren an der Börse gehandelt zu werden

pflegt bzw. gehandelt werden darf. Oder man teilt diese Stunden wieder ein: in einzelne Stunden, halbe u. s. w. und berechnet für jeden dieser Zeitabschnitte einen besonderen Kurs. Diese Durchschnittskurse sind „Einheitskurse", insofern als die in der zu Grunde gelegten Zeit sich findenden Preise irgendwie rechnerisch zu einem einzigen zusammengezogen werden. Natürlich für jedes Objekt besonders, d. h. die Kurse gelten für ein qualitativ und quantitativ bestimmtes Objekt[1]). Im speziellen (technischen) Sinne bezeichnet man als „Einheitskurse" nur diejenigen, für welche die Zeit eines Börsentages zur Grundlage gedient hat. Außerdem aber läßt sich bestimmen: ein „Anfangskurs", in der Regel der Durchschnittskurs der ersten Minuten, der aber nicht erst ausgerechnet zu werden braucht, weil sich die in der kurzen Zeit geringen Schwankungen leicht übersehen lassen. Bei Börsen mit größerem Handel indes wird er ausgerechnet. Dem „Anfangskurs" entsprechend ist ein „Schlußkurs" möglich, ebenso zeitliche „Mittelkurse".

Außerdem kann notiert werden ein „höchster Kurs", d. h. der höchste Preis, zu welchem ein Geschäft während des angenommenen Zeitabschnittes zustande gekommen ist; (dabei pflegt man ein ganz „abnormes" Geschäft nicht zu berücksichtigen, z. B. wenn sich jemand das Vergnügen machen würde, das hundertfache des gewöhnlichen Preises zu geben, und ein anderer ginge darauf ein, doch ohne daß sie das Geschäft hinterher wirklich erledigen. Der „höchste" Kurs soll im Zusammenhang mit den anderen stehen, weil jeder dritte einen Zusammenhang voraussetzt, also eine falsche Vorstellung von der Preislage erhalten würde. Die Grenze zw. normalen und (in diesem Sinne) abnormen Ab-

1) Eine Zusammenfassung verschiedener Effekten giebt es dabei nirgends, da sie für den Handel selbst keinen unmittelbaren Wert hat.

schlüssen ist eine flüssige, die ernstlich gemeinten „Scheingeschäfte" dürften auf dieser Grenze stehen). Dementsprechend ein „niedrigster" Kurs.

Außerdem kann man feststellen, zu welchem Kurs die Verkäufer anboten[1]), oder zu welchem die Käufer nachfragten[2]). Dabei kann wieder unterschieden werden, ob die Verkäufer vergeblich anboten oder zum Teil befriedigt wurden[3]); dementsprechend die Käufer[4]).

Des weiteren können für eine bestimmte Zeit mehrere Kurse bezeichnet werden, ohne daß man diese Zeit in Unterabschnitte zerlegt; die Kursfeststeller notieren dann nach ihren Beobachtungen und greifen die besonders in die Augen fallenden Kurse heraus; — (immer also das durchschnittliche, „normale") — z. B. so: zuerst herrschte der und der Kurs vor, dann der u. s. w. Oder ausführlicher: dann ging er langsam höher, auf so und so, dann plötzlich niedrig, so und so, doch nicht lange, dann so und so, für längere Zeit, doch ohne daß viele Abschlüsse zustande kamen u. s. w., zum Schluß der und der. — Dabei sind immer wieder die vorigen Modifikationen möglich.

Eine andere Art der Kursnotierung beschränkt sich nicht auf die Preisangabe, sondern berücksichtigt auch die Quantitäten. (Sehr selten; doch vielfach vorgeschlagen). Möglich wäre auch eine besondere Berücksichtigung der Kontrahenten (nach Zahl, oder auch, was technisch sehr schwierig wäre, nach ihrer Art, wenigstens

---

1) In Berlin u. s. w. „Brief" = Kurs = B., vielleicht weil die Verkäufer die Papiere früher einmal in e. Kouvert wie einen „Brief" anboten? — in Wien „Papier" = P.

2) In Berlin „Geld" = Kurs = G., wohl weil die Käufer so und so viel Geld bezahlen wollen.

3) In Berlin „B." oder „B. bz." d. h. „bezahlt".

4) „G." oder „G. bz."

schätzungsweise zu bezeichnen möglich; wodurch die bloße Kurszahl einen anderen Wert erhielte.)

Wer sind die Personen, in deren Hand die Kursermittlung liegt. Notierende und Feststellende können verschiedene Personen sein, erstere vielleicht nur Ausrechner, mit oder ohne Befugnis, „abnormes“ auszuscheiden oder sonstwie abzuändern. Die Feststellenden können sein: amtlich angestellte oder nicht; Händler selbst, oder Unbeteiligte u. s. w. Man unterscheidet „amtliche“ und „nichtamtliche“ Kurse oder (oft auch in anderem Sinne) „offizielle“ und „nicht offizielle“. In der Regel liegt der Schwerpunkt der Kursfeststellung in den Maklern (oben näher besprochen), vereidigten oder nicht vereidigten, zuweilen nur bei jenen, mit oder ohne Berücksichtigung der letzteren, auch verschieden je nach dem Effekt; mit oder ohne Hinzuziehung anderer Personen, in Gegenwart dieser oder allein; einer oder mehrere zusammen für ein Effekt[1]), wobei sie sich gegenseitig ihre Abschlüsse mitteilen oder sie einem von ihnen übergeben, oder alle für alle Effekten[2]).

Ein anderes Verfahren besteht darin, daß jeder, der seinen Abschluß angeben will, einen Zettel mit der betreffenden Notiz in einen dazu bestimmten Kasten wirft, welcher nach einer gewissen Zeit von den Kursfeststellern geleert wird, und diese machen die darin zu findenden Angaben zur Grundlage ihrer Berechnungen[3]). Hierbei wären wieder die oben genannten Modifikationen möglich, mit Quantitätsangabe u. s. w.; auch als obligatorische Einführung möglich[4]). Vorgeschlagen worden ist

---

1) Z. B. in Berlin.

2) Z. B. in Frankfurt, nach allem, was darüber berichtet wird.

3) Ähnliches von Hamburg berichtet, laut B. E. K.

4) Selbstverständlich „undurchführbar“, laut denen, für welche jede unerwünschte Änderung undurchführbar ist.

auch, daß die Abschlüsse in Bücher eingeschrieben werden sollen u. s. w.

Die verschiedenartige Berücksichtigung der Geschäfte war schon oben erwähnt worden; in dieser Beziehung wären wieder viele Variationen möglich, z. B. abgesonderte Notierung der Zwangsregulierungen (s. 5. Abschn.) mit obligatorischer Angabepflicht derselben. (Erwähnt werden hier alle diese Möglichkeiten, um von der Gesammtheit der thatsächlich in betracht gezogenen Gesichtspunkte ein möglichst getreues Bild zu geben, welches deutlicher wird, wenn man auch die nicht in betracht gezogenen daneben stellt, ohne daß ich deshalb auf absolute Vollständigkeit Anspruch machen will.)

Was die Ausrechnung des Kurses aus den einzelnen Abschlüssen anlangt, so liegt es wohl am nächsten, das „arithmetische Mittel" zu ziehen, denn damit trifft man das, was sich jeder unter „durchschnittlich" und unter „dem Kurs" vorstellt. Dabei können wieder die Quantitätsverschiedenheiten der Abschlüsse Berücksichtigung finden sowie alles das oben erwähnte. Aber diese, allerdings Grundlage bleibende, Rechenmethode erfährt Abweichungen besonders durch die Art, wie der nicht an der Börse persönlich Abschließende, also der abwesende „Auftraggeber" am Börsenhandel teilnimmt. (Dies bezieht sich, wie ersichtlich sein wird, zum Teil auch schon auf denjenigen Abwesenden, welcher dem Makler einen Auftrag erteilt.) Der Anwesende kann natürlich den Preis, den er zu fordern bezw. zu geben beabsichtigt, nach Ermessen ändern. Anders der Abwesende, der sich also eines Vermittlers bedient.[1]) Sache des Vermittlers, Kommissio-

1) Die amtlichen M. dürfen in Deutschland — A. D. H. G. B. Art. 69 — von „Abwesenden Aufträge nicht übernehmen". „Freie" Makler. Maklerbanken. Kommissionäre. Letzterer mag hier als der eigentl. Vermittler der

närs ist es, das Interesse seines Auftraggebers möglichst wahrzunehmen. Darnach könnte ersterer je nach Ermessen bieten und fordern. Aber er kann in der Regel die Absichten, Bedürfnisse, Verhältnisse u. s. w. des Kommittenten nicht genau kennen; außerdem ist ein so weitgehendes Vertrauensverhältnis nicht üblich. Nehmen wir an, der Kommittent, (X.), giebt den Auftrag: Kaufe bezw. verkaufe zu 125, so ist vielleicht heute zu diesem Kurs nicht zu haben u. s. w. Doch, das ist nicht so wahrscheinlich, denn X. wird vom gestrigen Kurs (irgend einem) ausgegangen sein, aber vielleicht hätte er heute billiger, zu 123½, kaufen können bezw. höher verkaufen. Um daher möglichst günstig abzuschließen, sagt er: kaufe „bestens" bzw. verkaufe „bestens". Dann wartet der Kommissionär (K.) den günstigsten Augenblick ab, versäumt ihn auch u. s. w. Aber wenn nun heute unter 127 nichts von dem Effekt zu haben ist, während X. im gestrigen Kursblatt 125 gelesen hatte, so kann ja K. nicht wissen, ob 127 dem X. nicht viel zu teuer ist oder ob X. trotzdem kaufen möchte. Ob er warten soll, weiß K. auch nicht, und vielleicht steigt morgen der Kurs noch mehr. Doch darauf kann K. bei der großen Zahl seiner Vermittlungen nicht Rücksicht nehmen, er kann sich mit dieser — wenn auch nicht rechtlichen — Verantwortlichkeit nicht belasten und führt prinzipiell den Auftrag in der Regel aus. Mit Rücksicht auf diesen Umstand wird der Auftraggeber seinen Auftrag begrenzen, z. B.: kaufe bestens, aber nicht über 125, bzw. verk. bestens, aber nicht unter 125. X. giebt K. eine Grenze, ein „Limit". Notwendig ist dies, wie gesagt, nicht; X. kann sich darauf verlassen, daß der Kurs doch wohl nicht sehr vom gestrigen

---

Abwesenden gelten. Doch gilt dies, wie schon oben erwähnt, auch vom Auftrage erhaltenden Makler.

abweichen wird, oder er kann auch den Spielraum dem Ermessen des Kommissionärs überlassen. Oder er bestimmt: Zum Anfangskurs u. s. w.[1]) Zu beachten ist also folgendes: der abwesende Auftraggeber (wie der nicht anwesende Kommissionär, und der anwesende Börsenhändler, welcher dem Makler Auftrag, Limit u. s. w. gegeben hat) kauft und will kaufen (auch wenn er sich an den vorigen, bekannten Kurs anlehnt) zu einem Kurse, den er noch garnicht kennt und der noch garnicht vorhanden ist. Im Gegenteil, X. oder K. u. s. w. gehört selbst zu Angebot und Nachfrage, welche den Kurs bilden, zu dem X., K. u. s. w. abschließen[2]).

1) In Berlin ist dies angeblich präsumtiv anzunehmen, wenn eine andere Bestimmung fehlt.

2) Dieses wichtige Moment habe ich unter der ganzen deutschen Börsenlitteratur, soweit ich solche erlangen konnte, einzig und allein in der B. E. K. erwähnt gefunden, und auch sonst scheint es nicht weiter bedacht zu werden. Wenn jemand im Laden etwas kauft, was gestern 50 Pfg. kostete, so wird er heute dasselbe bezahlen; muß er 60 Pfg. geben, so wird das in der Regel irgend eine andere Ursache haben, aber hat mit seiner Person nichts zu thun. Wäre es aber ein Börsengeschäft, so würde er gerade, weil er kaufen will, 51 Pfg bezahlen. Im gewöhnlichen Verkehr kommt es eben fast nie vor, daß die einzige eigene Nachfrage direkt auf den Preis wirkt; indirekt und für eine gewisse längere Zeit natürlich immer; aber nicht auf den Abschluß, den er macht, sondern vielleicht auf den nächsten nach ihm. An der Börse aber ist es so, daß der eigene Abschluß, zunächst überhaupt der eigene Antrag, erst noch den heutigen Kurs mit bestimmt. Und dieses Moment wird absichtlich durch die bestehenden Kursnotierungsmethoden wirksam erhalten, weil man ja absichtlich will, daß der heutige Kurs gerade durch das heutige Angebot und Nachfrage bestimmt wird; darin liegt gerade das Ideal der freien Preisbildung. Aber während dieses Ideal ein stets bewegliches Angebot und Nachfrage voraussetzt, entbehrt gerade das auswärtige Angebot und Nachfrage naturgemäß dieser Beweglichkeit. Ein m. E. sehr beachtenswerther Gesichtspunkt für etwaige Kursreformen, welcher hier nicht zu behandeln ist, da hier nur die Thatsache in betracht kommt. In der B. E. K. wollte — wohl bei Frage 10 — ein Kommissionsmitglied von einem Sachv. Auskunft darüber haben, aber es ist keine Antwort erfolgt, auch nie wieder davon die Rede gewesen.

Das oben erwähnte Limit führt aber für sich allein zu einem Abweichen vom reinen „arithmetischen Mittel" oder vielmehr: wenn Aufträge nach der einen Seite hin „bestens", nach der anderen hin auf bestimmtes Limit lauten, oder wenn für diese Seite überhaupt nichts bestimmt ist, so werden, da aus diesen Aufträgen ja erst der Kurs hervorgehen soll, die Summanden dieses arithmetischen Mittels einseitig unbestimmte oder überhaupt ganz unbestimmte Größen. Es hat also der Kursfeststeller (Makler) in seiner Zusammenstellung diese erst noch auszuführenden unbestimmten oder nur teilweisen Aufträge, welche bei der Kursnotierung noch Berücksichtigung finden sollen. Neben diesen aber soll er berücksichtigen: die Preise der von ihm oder von anderen vorher bereits fest abgeschlossenen Geschäfte. Was aber die Limite betrifft, so gilt das Prinzip: die Limite möglichst zu berücksichtigen, damit möglichst wenig Aufträge unerledigt bleiben. Daneben pflegt man auch darauf zu sehen, daß die überhaupt zur Erledigung kommenden Aufträge auch möglichst vollständig erledigt werden[1]).

1) Wie nun im einzelnen der Kurs unter Berücksichtigung all dieser Momente ausgerechnet wird, ist an den verschiedenen Börsen verschieden. Abgesehen davon, daß eine detaillierte Darstellung zu weit führen würde, fehlen mir die Belege dazu fast gänzlich; soweit ich sie aber habe, kann ich sie nicht einer mir genügenden Weise verarbeiten, da es mir leider nicht möglich war, einen Einblick in diese Vorgänge zu erhalten. Einiges wenige geben die Berichte der B. E. K., doch meist über Waren T. H., wo zum Teil andere Gesichtspunkte hinzukommen. Etwas mehr konnte ich nur über Berlin finden; dafür weise ich hin auf Siegfried—Saling a. a. O. S. 24 und 25 betreffs Feststellung der Kassa-Kurse. Doch sagt er S. 15 über die Ultimokurse: „Die Berechnung ist dieselbe wie diejenige der Kassakurse" (. . . . S. 24 und 25). Über Berlin auch Cosack, Handelsrecht. 2. Aufl. Abschn. „Börsengeschäfte". — Betreffs Kursfeststellung in London (Stock Exchange) s. Struck a. a. O. S. 117 ff.

Eine ausführliche Darstellung der Kurstechnik im einzelnen dürfte sich nur für einen Fachmann — etwa für einen Makler — eignen.

7. Abschnitt.

Die Arbitrage.

So wichtig die Arbitrage für die Volkswirtschaft auch sein mag, so braucht doch über ihre Technik nicht viel gesagt zu werden.

Neben dem sehr beweglichen Angebot und Nachfrage der Anwesenden und dem viel schwerfälligeren der Abwesenden, besonders Auswärtigen, kommt als dritte Art von Angebot und Nachfrage noch das der anderen Börsen hinzu, (welches an Beweglichkeit zwischen den beiden vorerwähnten stehen dürfte; natürlich weniger veränderlich als die Entschlüsse der Anwesenden, aber wegen der häufigeren und geregelteren Benutzung des Telegraphen doch schneller wechselnd als die Antragsabänderungen der Auswärtigen.) Würde die dritte Art der ersten an Schnelligkeit gleichkommen können, so würden — abgesehen von der verschiedenen Kursberechnungsmethode — an allen Börsen die Verhältnisse der Verkaufs- und Kaufanträge, d. h. die Kurse gleiche sein. Dies ist aber natürlich nicht möglich, weil bei jeder Börse in erster Linie die eigenen Aufträge den Kurs bestimmen. Eine Anzahl von Börsenhändlern nun macht sich diese Kursunterschiede zu nutze, indem sie an der einen Börse etwas billiger kaufen als sie an der anderen diesen Betrag verkaufen. Dadurch wird eine (allmälige) Ausgleichung der Kurse eines Effekts an den verschiedenen Börsen bewirkt. Diejenigen, welche sich damit befassen, heißen „Arbitrageure". Aufgabe der Arbitrage also ist es: den an ihr Beteiligten die Kursdifferenz desselben Papieres (für denselben Tag etwa) an verschiedenen Börsen zu geben. Die Arbitragegeschäfte können Kassa- wie Termingeschäfte sein, denn in betracht kommen nur die Unterschiede der gleichzeitigen Kontraktpreise. Das möglichst nahe Zusammenfallen von Kauf und Ver-

kauf kann von Wert sein, ist aber nicht erforderlich. z. B. ein Arbitrageur kauft an seiner Börse zu 72½ und verkauft sofort an einer anderen (telegraphisch) zu 72¾. An Gewinn hat er dann ¼% und das erhebende Gefühl, ein nützliches Glied in der Kette der Volkswirtschaft zu sein. Durch seinen Verkauf nämlich wirkt er auf den etwas höheren Preis an der anderen Börse herabmindernd, denn um diesen verkauften Betrag ist der Vorrat und in der Regel auch das Angebot an der anderen Börse etwas vermehrt, an der seinigen vermindert u. s. w. Aber er kann auch heute hier kaufen, und anstatt sich später hier zu decken, deckt er sich anderswo; die Operationen können also zeitlich weiter auseinanderfallen, auch noch durch Prolongation. Nach einem anderen Gesichtspunkt betrachtet ist die Arbitrage die Spekulation auf die Raum-Unterschiede der Effektenkurse, während das Termingeschäft die Spekulation auf die Zeit-Unterschiede derselben darstellt[1]). Der Arbitrage-Terminhandel würde dann eine Vereinigung beider sein.

(Doch giebt es auch eine weit verbreitete Arbitrage außerhalb des Börsenhandels; die technische Bezeichnung erstreckt sich indes wohl nur auf die speziellere Art.)

Anhang zum 1. Teil.

Zwei „Misbräuche" der Spekulation.

Die im folgenden technisch darzustellenden Anwendungen des „Corner" und des „Schnitt"'s, welche im ethischen Sinne aus hier nicht zu berücksichtigenden Gründen als „Misbräuche" bezeichnet werden, sind zwei (unter sich nicht zusammenhängende)

---

[1]) Die letztere Betrachtungsweise findet sich seltener als die an zweiter Stelle erwähnte „volkswirtschaftliche".

Spekulationsarten, welche noch einer besonderen Darstellung bedürfen, weil ihnen im allgemeinen — ob mit Recht oder Unrecht, ist hier gleichfalls nicht zu erörtern — eine große Bedeutung zugeschrieben wird. Auch pflegen sie bei Reformerwägungen stets berücksichtigt zu werden.

1. Der „Corner" (vom englischen „Ecke", „Winkel"; englisch: rigging the market; französisch: étranglement oder accaparement; nach Grünhut a. a. O. S. 7.)

Der Blankoverkäufer kann, wenn er „erster Verkäufer einer Reihe" bleibt (s. oben 2. Abschn.) nur aus dem vorhandenen Material liefern, muß sich also auf dem Kassa-Markte decken. In Effekten ist der überhaupt existierende Vorrat ein festbegrenzter für jedes Papier. (Im Waren-T.-H. an sich unbegrenzt, doch zeitlich gleichfalls beschränkt.) Im allgemeinen kann der Blankoverkäufer von der Voraussetzung vorausgehen, daß das von einem Effekt vorhandene Material ein flüssiges ist, d. h. es wird zwar nicht der ganze Vorrat an den Markt gebracht, aber schließlich läßt sich, wenn man nur noch etwas mehr dafür bietet, stets der nötige Vorrat erhalten. (Deshalb werden auf Termin nur Papiere mit relativ großem Gesammtbetrag gehandelt; z. B. mit mit mindestens 20 Mill. Mark oder so ähnlich.) Nehmen wir an, ein Spekulant kaufe von einem Papier 50% mehr, als überhaupt vorhanden ist. Geliefert werden kann ihm nur der Vorrat. Den Fehlbetrag von 50% müssen von ihm die Lieferungspflichtigen zu beliebig hohen Preisen zurückkaufen. Thun sie es nicht, so kauft er auf ihre Kosten, (aber da er alles hat, von sich; auch per „Strohmann"), also mit genau demselben Resultat. Doch in dieser Weise ist der Corner in Wirklichkeit niemals möglich. Erstlich würde jener für den Betrag über den Vorrat hinaus kaum noch Verkäufer finden; wenn aber doch, so würde

zweitens die Kaufsumme eine äußerst hohe werden; nehmen wir an, er setze hinterher die Effekten zum Betrage von m wieder ab, und würde die Kaufsumme a × m betragen, so könnte er sich ideell zwar für die Differenz a × m — m durch den Notpreis der Lieferungspflichtigen schadlos halten und beliebig darüber hinaus gewinnen, aber der Faktor a würde ein so hoher sein, daß das Vermögen derselben niemals für die Differenz a × m — m ausreichen würde. In dieser Formel scheint mir die Schwierigkeit dieser Operation hervorzutreten. («m» dürfte wohl kaum mehr als der Anlagewert sein.) Dabei ist noch garnicht berücksichtigt, daß er die Kaufsumme a × m früher zahlen muß, als er von den Lieferungssäumigen überhaupt irgend etwas bezahlt erhält. Jenen Faktor «a» möglichst gering zu gestalten, ist das Hauptbestreben bei allen Corners. Daher wird möglichst heimlich gekauft, in Zwischenräumen, mit möglichst großer Verteilung unter verschiedene Käufer; (daher fast nur eine Gruppenspekulation). Dazu kauft man zugleich einen Teil per Kasse; dies verursacht zwar große Kosten, auch Baarzahlungen, und steigert den Preis, aber die Grenze der Deckungsunfähigkeit wird dadurch herabgesetzt, die Zahl der zu Notpreisen gedrängten dementsprechend vermehrt. Mislingt der Corner, so können die Käufer an dem großen Betrag des meist teuer bezahlten Papiers viel verlieren.

(Diese Art von Corner soll nur selten vorkommen und sehr selten gelingen. Die Gesetzgebung hat sich deshalb nicht veranlaßt gesehen, die Vertragsfreiheit in dieser Beziehung zu beschränken; anders dagegen bei folgender Art.)

Weit geringer ist die Gefahr für die Arrangierenden bei Neu-Emissionen. Sind die Emittenten in der Lage, einen Teil des Papieres zurückzubehalten, während sie angeblich den ganzen

Betrag ausgeben, so können sie dann wieder als Käufer auftreten, und die Baissiers täuschen sich über das vorhandene Material. Der Verlauf ist dann derselbe wie oben. (Jener Faktor a geht zum Teil auf = 1 zurück, nämlich soweit zurückbehalten worden ist; — nicht etwa = 0.[1])

Oder statt zurückzubehalten, lassen sich die Emittenten von den ersten Erwerbern die Zusicherung geben, daß diese nicht vor einer bestimmten Zeit verkaufen[2]).

2. Der „Schnitt" (d. h. das „Scheiden" am Kurse; es wird dem Auftraggeber vom Vermittler ein anderer Kurs angerechnet als derjenige, zu welchem der Vermittler wirklich abgeschlossen hat). — Bereits im 5. Abschn. ist die Teilnahme des der Börse fern stehenden Publikums am Börsengeschäft, speziell am Effektenterminhandel, gekennzeichnet worden; ebenso im 6. Abschnitt. Das Verhältnis des Kommissionärs zum Kommittenten beruht zum Teil auf einer Vertrauensstellung des ersteren. Jede Vertrauensstellung kann „gemisbraucht" d. h. der Vertrauende getäuscht werden; ein Misbrauch des Kommissionsgeschäfts ist in folgender Weise möglich: Der Kommissionär, (K.), kann seinem Kommittenten, (X.), gegenüber behaupten, er habe zu einem höheren Kurse gekauft bezw. zu einem niedrigeren verkauft, als es thatsächlich der Fall gewesen ist. Dabei gewinnt K. die Differenz zwischen dem wirklich und dem angeblich benutzten Kurs. Natürlich nicht, wenn K. „zum Durchschnittskurs" u. s. w. abgeschlossen hat. Doch liegt es im Interesse des X., dem K. einen

---

1) Struck a. a. O. berichtet von einer großen Anzahl solcher Vorkommnisse in London. Die Lond. Stock Exch. pflegt die so abgeschlossenen Verträge, soweit sie die Börse betreffen, für ungiltig zu erklären.

2) Dies ist nicht zu verwechseln mit der im „Handel per Erscheinen" häufig liegenden Tendenz, die Kurse gewaltsam hoch zu treiben.

gewissen Spielraum zu lassen. Nachweisen kann es in der Regel X. nicht, wenn er getäuscht zu sein glaubt. Die „sofortige telegraphische Benachrichtigung" schützt nicht und wird außerdem sehr häufig garnicht angewendet. Sind im Kursblatt mehrere Kurse (in zeitlicher Reihenfolge) für das betr. Papier angegeben, so kann der Kommissionär ruhig „bestens" ausgeführt haben, auch wenn er dem X. nicht den günstigsten Kurs berechnet. K. kann ja auf einen noch etwas günstigeren Kurs gewartet, aber sich geirrt haben. Damit kann weder X. noch K. etwas beweisen. Gewinnt X. etwas, so kann K. übrigens damit rechnen, daß sein Kunde nicht noch ausdrücklich nachforschen wird.

In dem hier dargestellten ist für den Leser die Absicht wie die Ausführung des Betruges zweifellos klar; ein anderes Aussehen aber gewinnt die Sache, wenn wir den Fall des „Selbsteintritt's" des K. hereinziehen. (Einige Gesetzgebungen, für Deutschland A. D. H. G. B. Art. 376, geben dem Kommissionär das Recht, bei nicht erhobenem Widerspruch seitens seines Kunden als „Selbstkontrahent" nicht nur aus seinem Vorrat zum offiziellen Kurs zu liefern, sondern überhaupt als Verkäufer, also auch als Blankoverkäufer einzutreten, bezw. als Käufer). Hier gestaltet sich der Schnitt so: Der K. führt den Verkaufsauftrag des X. aus; verkauft er günstiger als etwa zum Durchschnittskurs, so rechnet er den Kauf sich zu und gewinnt damit die Differenz zwischen dem Kurs, zu dem er selbst eintrat, und dem wirklichen Verkaufskurs. Andernfalls wäre er nicht selbst eingetreten. Gemeldet braucht dem Kunden der Selbsteintritt ja überhaupt nicht zu werden; er gilt präsumptiv. Schließt X. ausdrücklich den Selbsteintritt aus, so ist immer noch das oben geschilderte möglich. Wo übrigens die Geschäftsbedingungen des K. den „Selbsteintritt" für alle Fälle ankündigen, für welche

nicht ausdrücklich gegenteiliges bestimmt wird, dürfte wohl sehr selten ein Kunde die Verhandlungen mit einem Mistrauensvotum eröffnen. Der Einwand: „Der Kunde kann ja jederzeit den Selbsteintritt ausschließen" (wie er in der B. E. K. und in der sonstigen Litteratur erhoben worden ist) ist doch nur ein Spiel mit Worten.

Aber — um nicht eine leere Kasuistik zu treiben —: beim Selbsteintritt wird der Schnitt nur noch ein inhaltloses Wort. Man stelle sich den K. vor, wie er zur Börse geht, mit vielleicht einigen Dutzend Abschlußplänen in seinen Notizen. Die einen sind für ihn selbst, als Properhändler, andere wollte er für seine Kunden direkt ausführen, für eine dritte Art ist er soeben als Selbstkontrahent eingetreten und will vielleicht jetzt sofort die Ergänzungsabschlüsse vornehmen. Nun übergiebt er vielleicht einen Teil den Maklern, für einen anderen Teil sucht er sich vielleicht selbst die Kontrahenten. Wie soll er da noch die drei oben erwähnten Teile auseinanderhalten, und vollends wenn er zu dem und dem Kurs nur so und so viel, zu einem anderen Kurs das übrige ausführen kann, welchen Kunden soll er dann welche Kurse anrechnen? Und sich selbst welche? Und wenn er dann in seinem Komptor die Abschlüsse bucht, dann soll er wieder darüber nachdenken, um welche Zeit er für diesen und um welche Zeit er für jenen Kommittenten abschließen wollte?! Bei dieser durch die Gesetzgebung ermöglichten, aber auf die Dauer wohl kaum haltbaren, Vereinigung von 1) Properhandel, 2) Kommissionsgeschäft mit Selbsteintrittsrecht und 3) reinem Kommissionsgeschäft in einem einzigen Geschäftsbetrieb läßt sich m. E. garnicht mehr bestimmen: was ist ein „Schnitt" und was ist kein „Schnitt". Theoretisch lassen sich gewiß genügende Momente feststellen, aber in Wirklichkeit dürfte eine klare Unterscheidung kaum mehr möglich

sein, ja ich kann mir denken, daß es in diesem und jenem Fall der Kommissionär mit jenen oben bezeichneten drei Eigenschaften selbst nicht unterscheiden könnte, geschweige denn ein anderer, der doch in die Gedanken dieses Kommissionärs nicht hineinblicken kann. Die Konsequenz davon ist es nur, wenn der Kommissionär den Selbsteintritt jetzt mehr und mehr zur Grundlage seines Geschäftsbetriebes erklärt.

Was ich zeigen wollte, war dies: im reinen Kommissionsgeschäft stellt sich der „Schnitt" dar als ein beabsichtigter und ausgeführter Betrug; bei der letzterwähnten Vereinigung von Geschäftsarten kann man mit diesem Begriff nicht mehr operieren[1]).

---

1) Zur Charakterisierung des gesagten möge dienen eine Äußerung eines Sachv. vor der B. E. K. S. 2177: „Hat (der Kommittent) ein Limit von 76 gegeben . . . ." Dann sagt er vom Kommissionär: „Hat (der Kom„missionär) vielleicht die Meinung: wenn ich jetzt zu 76 als Selbstkontrahent „eintrete, so kaufe ich vielleicht in einer Stunde zu 75 ein, und tritt er nun „in das Risiko ein, so kann ich darin nichts Schlimmes sehen und halte das „für einen erlaubten kaufmännischen Gewinn."

Lebenslauf.

Ich, Franz Guido Heinrich Hoschke, evangelischer Konfession, bin geboren am 23. Januar 1872 als ältester Sohn des Kaufmanns Guido Hoschke in Gera R. j. L. Meine erste Schulbildung erhielt ich in der Vorschule des Gymnasiums meiner Heimatstadt. Ostern 1878 trat ich in die Sexta des Gymnasiums zu Gera ein und besuchte diese Anstalt bis zum Sommersemester 1890, wo ich auf das Gymnasium in Schleiz (R. j. L.) überging. Nachdem ich hier die Prima zwei Jahre lang besucht hatte, verließ ich dasselbe Michaelis 1892 mit dem Zeugnis der Reife. Von Michaelis 1892 bis Michaelis 1893 studierte ich zwei Semester Nationalökonomie in Leipzig, nachdem ich das Studium der Medizin schon im Anfang wieder aufgegeben hatte. Zugleich war ich in der juristischen Fakultät inskribiert und nahm an einigen ihrer Vorlesungen teil. Michaelis 1893 siedelte ich nach der Berliner Universität über und widmete mich dort ausschließlich dem Studium der Nationalökonomie. Nachdem ich auf dieser Universität drei Semester zugebracht hatte, bezog ich die Greifswalder Universität und setzte hier mein Studium zwei Semester hindurch fort. Ostern 1896 ließ ich mich exmatrikulieren und habe mich seitdem den Vorbereitungen zu dem bevorstehenden Doktor-Examen in der philosophischen Fakultät gewidmet.

Thesen.

I.

Das Lieferungs- oder Zeitgeschäft ist ein Realkreditgeschäft (im nationalökonomischen Sinne).

II.

Für das Nationalvermögen fällt der Begriff „Kapital" mit dem Begriff „wirtschaftliche Güter" zusammen.

III.

Das neue Börsengesetz für das Deutsche Reich wird mangels einer internationalen Regelung nicht die erwarteten Wirkungen haben.